lax889889.com 299520.xyz

证券研究报告

建筑装饰

推荐 （维持）

基建 REITs 系列深度报告之三：发展篇—【深度剖析国内 REITs 发展的历程、潜力、影响、趋势】

2020 年 08 月 23 日

相关报告

《基建 REITs 系列深度报告之二：借鉴篇—【境外 REITs 实践深度剖析】》2020-05-20

《基建 REITs 系列深度报告之一：总览篇—【好风凭借力，一举入高空】》2020-05-08

《兴业建谈之二十六："谈一谈"基础设施 REITs 新政出台意味着什么》2020-05-05

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

王翩翩

wangpianpian@xyzq.com.cn

S0190520050003

投资要点

- **40 号文、《通知》及《指引》构成 REITs "顶层设计+核心配套文件"的"一体两翼"政策体系。**新规出台的表层逻辑是应对复杂宏观经济形势，助力构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，里层逻辑则是一直以来的地方融资途径创新。基于支持政策持续加码、我国基建存量规模庞大，乐观预计首批试点项目年内落地、规模有望超百亿。
- **估算全国基础设施存量约 116 万亿元。**估算全国公路设施存量约 17 万亿，估算各省基建存量规模前五位分别为川渝（10.2 万亿）、广东（6.3 万亿）、江苏（6.1 万亿）、山东（6 万亿）、浙江（5.6 万亿）。从存量规模和可证券化率出发，估算国内 REITs 市场潜在规模在 2.3 万亿¯3.5 万亿之间。从占 GDP 和股市总市值比重出发，估算潜在规模在 2.8¯5.5 万亿之间。
- **国内类 REITs 发行规模超 1400 亿，为推行公募 REITs 积累丰富实践经验。**类 REITs 底层资产以商业、办公和租赁住房为主，分层架构下产品属性偏固收债型。收益率显著高于 ABS 市场整体和国债收益率水平。从（标准化）成交量、换手率等角度来看流动性优于 ABS 整体水平。新规明确"公募+ABS"交易结构，将持续引导国内 REITs 市场向境外成熟模式靠拢。
- **发展 REITs 利好三方，驱动企业轻资产化扩张和估值重塑。**（1）利于投资者。兼具稳定股息和长期回报率优势，可提高组合收益率并降低其风险，理论最佳配置比例达 17%，契合价值投资理念和长期资金需求，当前宏观环境下更具配置价值。美国 REITs 股权分散，但出现 Vanguard、BlackRock 等广泛配置 REITs 产品的机构。（2）利于企业。降低税负杠杆、提升盈利能力，实现轻资产化扩张模式和业绩估值的同步提升。国内高成本、重资产下游企业通过 REITs 化有望实现轻资产化扩张。REITs 对中游建企构成"估值+业绩双重利好"：驱动市场对拥有优质运营资产的建企价值重估，并刺激基建、增益建企订单业绩、持续优化建企业务结构。（3）利于政府。可盘活存量、降低杠杆、推动改善基建投融资环境、支撑逆周期调节、拉动经济就业、弥补投资品种缺口、推动资本市场繁荣。
- **国内 REITs 市场未来趋势：**（1）PPP 为 REITs 提供约 4000 亿储备标的，二者结合必要且可行。（2）权益类 REITs 将是市场主流方向。权益团队管理公募 REITs 产品或许更为适宜，管理人要兼具金融和不动产产品管理运营能力。（3）积极展望国内未来出台税惠及 IPO 注册制等配套政策。

风险提示：宏观经济下行风险、政策落地情况不达预期、政策力度低于预期、融资环境未能好转

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

目 录

1、国内 REITs 发展历程和新规分析 ..... - 4 -
1.1、REITs 发展历程：当前已形成“一体两翼”政策体系 ..... - 4 -
1.2、REITs 新规分析：互为姐妹篇，共同支撑试点申报和基金发行 ... - 6 -
1.3、REITs 新规出台背景分析：两层逻辑 ..... - 9 -
2、我国基础设施存量规模和 REITs 市场潜在规模分析 ..... - 11 -
2.1、估算我国基础设施及公路设施存量规模约 116 万亿元/17 万亿元 - 11 -
2.2、估算我国 REITs 市场潜在规模在 2 万亿元以上 ..... - 15 -
3、类 REITs 市场：发行超 1400 亿，为推行公募 REITs 积累丰富经验 ... - 17 -
3.1、ABS：重要债券品种，当前存量达 3.67 万亿元 ..... - 17 -
3.2、类 REITs：发行超 1400 亿，较 ABS 更具权益特性 ..... - 20 -
3.3、类 REITs 收益率和流动性优于 ABS 整体水平 ..... - 22 -
3.4、新规将持续引导国内 REITs 市场向境外成熟模式靠拢 ..... - 24 -
4、发展 REITs 利好三方，驱动企业轻资产化扩张和估值重塑 ..... - 26 -
4.1、作为“完美”投资工具，利于机构资金配置、大众共享发展红利 - 26 -
4.2、作为灵活融资工具，利于企业降低杠杆税负、提升业绩估值 .... - 31 -
4.3、作为投融资创新手段，利于政府落实稳增长、推动资本市场繁荣 - 37 -
5、展望国内 REITs 发展趋势 ..... - 38 -
5.1、PPP 为 REITs 提供约 4000 亿元储备标的，二者结合必要且可行 . - 38 -
5.2、权益类 REITs 将是国内市场主流方向 ..... - 40 -
5.3、积极展望税惠和注册制等配套政策 ..... - 45 -
6、风险提示 ..... - 46 -

图 1、月度基建项目申报金额（亿元）及增速（%） ..... - 9 -
图 2、月度中标额（亿元）&增速（%） ..... - 9 -
图 3、地方融资途径创新演变 ..... - 10 -
图 4、永续盘存法计算基础设施存量示意图 ..... - 11 -
图 5、估算我国全国基础设施存量规模（亿元） ..... - 13 -
图 6、估算各省 2018 年基础设施存量规模（按 2018 年价格计，亿元） . - 14 -
图 7、估算全国公路设施存量规模 ..... - 14 -
图 8、主要市场 REITs 市值占当地 GDP 比重情况 ..... - 16 -
图 9、主要市场 REITs 市值占当地股市市值比重 ..... - 16 -
图 10、我国债券市场数量及规模（截止 2020 年 6 月） ..... - 18 -
图 11、三类 ABS 历年发行金额（亿元） ..... - 18 -
图 12、三类 ABS 历年发行数量 ..... - 18 -
图 13、三类 ABS 发行数量和金额统计 ..... - 18 -
图 14、三类 ABS 当前债券数量和余额统计 ..... - 18 -
图 15、ABS 按基础资产类型分类（发行金额占比，截止 2020 年 6 月） .. - 19 -
图 16、ABS 余额按基础资产类型分类（截止 2020 年 6 月） ..... - 19 -
图 17、2014-2020 年类 REITs 发行情况（亿元） ..... - 21 -
图 18、已发行类 REITs 按底层资产类型分布 ..... - 21 -
图 19、全体 ABS 收益率分布 ..... - 22 -
图 20、类 REITs 收益率分布 ..... - 22 -
图 21、类 REITs 架构 ..... - 25 -
图 22、“公募基金+ABS”模式 ..... - 25 -
图 23、美国各类 REITs 近 5 年平均回报率 ..... - 27 -
图 24、2003-2019 年全球 REITs 市值规模 ..... - 28 -
图 25、2019 年 REITs 规模百亿美元梯队 ..... - 28 -
图 26、当前主要机构持股美国权益类 REITs 情况 ..... - 29 -

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 27、当前美国权益类 REITs 市值份额 ..... - 29 -
图 28、当前美国权益类 REITs 股东分布 ..... - 30 -
图 29、Vanguard 对美国权益类 REITs 持股比例分布 ..... - 30 -
图 30、AMT 有效税率变化（2012 年 REITs 化） ..... - 31 -
图 31、IDC 巨头 EQIX 和 DLR 有效税率变化 ..... - 31 -
图 32、PSA 杠杆率变化 ..... - 32 -
图 33、IIF 杠杆率变化 ..... - 32 -
图 34、AMT 净利率变化 ..... - 32 -
图 35、AMT 融资成本变化（%） ..... - 32 -
图 36、ARE 物业运营支出/收入变化 ..... - 33 -
图 37、IIF 净利率变化 ..... - 33 -
图 38、富时权益类 REITs 各季 FFO 变化（百万美元） ..... - 34 -
图 39、富时权益类 REITs 历年 P/FFO 变化 ..... - 34 -
图 40、DLR 历年 NOI/FFO/AFFO 变化 ..... - 34 -
图 41、DLR 市值及 P/FFO 变化 ..... - 34 -
图 42、IIF 收入及租金收入变化 ..... - 34 -
图 43、IIF 市值及 P/FFO 变化 ..... - 34 -
图 44、PPP 库项目分布（截至 2020 年 7 月） ..... - 39 -
图 45、三类在库项目分布（截至 2020 年 7 月） ..... - 39 -
图 46、部分重点行业在库项目分布（截至 2020 年 7 月） ..... - 39 -
图 47、美国 REITs 市值规模及结构变化 ..... - 41 -

表 1：REITs 相关政策整理 ..... - 5 -
表 2：《通知》及《指引》对试点申报的相关规定 ..... - 7 -
表 3：《通知》主要内容 ..... - 8 -
表 4：历年新增专项债（亿元）用途汇总 ..... - 9 -
表 5：次级比重较高的类 REITs 项目 ..... - 21 -
表 6：主要 ABS 品种收益率水平 ..... - 22 -
表 7：除去住房后主要 ABS 品种标准化成交量 ..... - 23 -
表 8：头部 REITs 市值及大股东（截至 2020 年 8 月 18 日） ..... - 30 -
表 9：部分美国 REITs 基本信息和财务指标变化 ..... - 31 -
表 10、部分上市建企运营资产整理 ..... - 36 -
表 11：历年新增专项债（亿元）用途汇总 ..... - 39 -
表 12：《指引》新增、变动对基金管理人的要求 ..... - 41 -
表 13：美国及亚太 REITs 市场关于税收处理对比 ..... - 45 -

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1、国内 REITs 发展历程和新规分析

1.1、REITs 发展历程：当前已形成“一体两翼”政策体系

国内 REITs 发展起步较早但因故宕机，此前停留在类 REITs 的探索阶段。2020 年 4 月底和 8 月初相继出台的三份文件构成了国内 REITs 试点的“顶层设计+核心配套文件”的“一体两翼”政策体系，有力推动国内 REITs 发展。基于 REITs 支持政策持续加码，以及我国基础设施存量规模庞大，我们乐观预计年内首批试点项目即能落地，规模有望在百亿以上。

- 早期尝试阶段：2005 年越秀投资以内地物业为底层资产于港市发行越秀 REITs，系我国首支离岸 REITs。2008 年国务院发布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》，提出“开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道”，但后续央行面对金融危机出于抑制风险考虑而推迟发行 REITs；
- 类 REITs 探索阶段：2014 年央行和银监会发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》提出“积极稳妥开展 REITs 试点”，2014 年“中信启航”于深交所挂牌，系国内首个权益类 REITs 产品，首创“私募+ABS”双 SPV 交易结构，拉开国内类 REITs 发展大幕。统计迄今类 REITs 市场共发行 77 只产品，规模达 1458 亿，底层资产囊括了商业酒店、办公物业、租赁住房、基础设施、物流仓储、产业园区等多个类型，为推行公募 REITs 积累了丰富实践经验。在此期间一系列围绕打通投融资渠道、盘活存量资产的政策密集发布，为 REITs 新规出台铺垫；
- 公募 REITs 试点阶段：2020 年 4 月底发改委和证监会发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“40 号文”）、《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿），正式启动基础设施领域公募 REITs 试点工作。8 月第一周发改委和证监会相继发布了《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》（以下简称“《通知》”）、和《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（以下简称“《指引》”），两份文件均具有较强可操作性，支撑试点申报和基金发行工作。40 号文、《通知》及《指引》共同构成了国内 REITs 试点的“顶层设计+核心配套文件”的“一体两翼”政策体系，将有力推动国内 REITs 发展。
- 我们估算当前全国基础设施存量规模约达到 116 万亿元，REITs 市场潜在规模在 2 万亿元以上，基于 REITs 支持政策持续加码，我们乐观预计年内首批试点项目即能落地，规模或将在百亿以上。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

表 1：REITs 相关政策整理

发布时间	相关会议/文件	REITs 相关政策内容
20 年 8 月 7 日	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》	明确了产品定义与运作模式及基金份额发售方式，聚焦压实机构主体责任、规范基金投资运作。为国内基建 REITs 试点提供正式法律政策支持
20 年 8 月 3 日	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》	对基础设施 REITs 试点项目的申报工作涉及的重点、要点做了说明。进一步明确了试点支持的重点行业，包括机场港口、工业互联、智慧能源、智慧城市等，对产业园的入选资质也制定了更细致的标准
20 年 4 月 30 日	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》 《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）	明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求和试点工作安排
19 年 6 月 6 日	《浙江省人民政府办公厅关于进一步加大基础设施领域补短板力度的实施意见》	积极推进基础设施项目资产证券化（REITS）融资模式创新，盘活优质存量资产
19 年 3 月 31 日	《2019 年新型城镇化建设重点任务》	健全城市投融资机制。大力盘活存量优质资产，回收资金补充地方财力。支持发行有利于住房租赁产业发展的房地产投资信托基金等金融产品
19 年 1 月	上交所新年致辞 深交所债券监管发展业务座谈会 中基协资产证券化业务培训	推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs; 积极回应市场关切，努力满足市场需求，深化市场改革创新，加大力度推进公募 REITs 规则出台及业务试点，力争取得进一步突破; 完善 ABS 自律规则体系，积极探索 REITs 发展路径
18 年 9 月 13 日	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	积极支持国有企业按照真实出售、破产隔离原则，依法合规开展以企业应收账款、租赁债权等财产权利和基础设施、商业物业等不动产财产或财产权益为基础资产的资产证券化业务。
18 年 4 月 24 日	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品，积极推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，试点发行 REITs。
17 年 7 月 20 日	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》	鼓励地方政府出台优惠政策，积极支持并推动发展房地产投资信托基金（REITs）
17 年 7 月 3 日	《国家发展改革委关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》	规范有序盘活基础设施存量资产。保障基础设施存量资产盘活工作顺利实施。对采用 PPP 模式盘活存量资产的基础设施项目，支持通过资产证券化、发行 PPP 项目专项债券等方式开展市场化融资，提高资产流动性，拓宽资金来源，吸引更多社会资本以不同方式参与
17 年 2 月 23 日	《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》	中国证监会将积极研究推出主要投资于资产支持证券的证券投资基金，并会同国家发展改革委及有关部门共同推动不动产投资信托基金（REITs），进一步支持传统基础设施项目建设。
16 年 7 月 5 日	《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》	大力发展直接融资。依托多层次资本市场体系，拓宽投资项目融资渠道，支持有真实经济活动支撑的资产证券化，盘活存量资产，优化金融资源配置，更好地服务投资兴业。
16 年 5 月 17 日	《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品。稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点
15 年 4 月 21 日	《关于运用政府和社会资本合作模式推进公共租赁住房投资建设和运营管理的通知》	支持以未来收益覆盖融资本息的公共租赁住房资产发行房地产投资信托基金（REITs），探索建立以市场机制为基础、可持续的公共租赁住房投融资模式
14 年 11 月 16 日	《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》	大力发展债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划等融资工具，延长投资期限，引导社保资金、保险资金等用于收益稳定、回收期长的基础设施和基础产业项目。
14 年 9 月 29 日	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	扩大市场化融资渠道，支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具。积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点。
10 年 5 月 7 日	《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》	鼓励民间资本参与政策性住房建设。支持和引导民间资本投资建设经济适用住房、公共租赁住房等政策性住房，参与棚户区改造，享受相应的政策性住房建设政策
08 年 12 月 8 日	《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》	信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道

数据来源：政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1.2、REITs 新规分析：互为姐妹篇，共同支撑试点申报和基金发行

整体来看，40 号文为基建 REITs 试点的纲领性文件，而近期出台的《通知》和《指引》均为操作层面文件，二者互为姐妹篇，分别从试点项目审查、证券监管的视角来规范公募 REITs 发行，明确未来 REITs 试点项目申报和基金发行的基本原则。

- **40 号文规定了项目要求、融资用途限制、产品的载体和发行方式、试点期间的监管协作机制等。**（1）在产品要求上向国外规范靠拢，要求 80%以上基金资产持有单一基础设施 ABS 全部份额、基础设施 ABS 持有基础设施项目公司全部股权，收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%等；（2）在项目布局上，聚焦京津冀、长江经济带等六大重点区域和国家级新区等区域，优先支持基础设施补短板行业，鼓励新型基础设施、新兴产业集群和高端特色产业园区等；（3）在项目资质上，要求权属清晰、经营模式及市场化运营能力成熟、发起人及基础设施运营企业信用稳健、加强融资用途管理等；

- **《通知》针对试点项目申报工作作出具体安排。进一步明确了试点支持的重点行业，包括机场港口、工业互联、智慧能源、智慧城市等。**（1）在区域上，提出优先支持京津冀、雄安新区、长江经济带、大湾区、长三角、海南自贸区等国家重大战略区域，以及国家级新区等区域；（2）在行业上，提出优先支持基础设施补短板项目，包括仓储物流，收费公路、铁路、机场、港口，城镇污水垃圾处理及资源化利用、固废危废医废处理、大宗固体废弃物综合利用项目、城镇供水、供电、供气供热。鼓励新型基础设施项目开展试点，包括数据中心、人工智能、智能计算中心项目、5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络、有线电视网络项目，智能交通、智能能源、智能城市项目等。同时也鼓励国家战略性新兴产业集群、高科技产业园、特色产业园等开展试点。（3）进一步明确了试点项目应满足的基本条件、申请材料要求、申报程序、合规性审查等有关方面的具体规定；

- **《指引》明确了 REITs 产品定义、运作模式、基金份额发售、监督管理等方式，聚焦压实机构主体责任、规范基金投资运作，为国内基建 REITs 试点提供正式法律政策支持。**（1）再度明确“公募+ABS”产品结构，规定了基金资产和股权结构、运作和收益分配模式的四项要求；（2）进一步提出：强化基金管理人与托管人专业胜任要求（详见第五章分析）；发挥专业机构作用，准入环节严控项目质量；明确定价方式和发售安排；规范基金投资运作，加强项目运营管理，压实管理人受托责任；坚持“以信息披露为中心”，确保基金运作公开；明确监督管理和法律责任。

- **《通知》和《指引》互为姐妹篇，对试点项目申报条件要求基本一致，内容相得益彰。**试点项目申报须同时满足《通知》提出的试点基本情况、项目合规情况及相关证明材料规定，以及《指引》提出的试点基本情况的相关要求，以确保经发改委审核并推荐给证监会的试点项目能够顺利发行 REITs 产品并上市交易。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

表 2：《通知》及《指引》对试点申报的相关规定

主要规定	《通知》相关内容	《指引》相关内容
满足基础设施项目基本条件	● 对试点项目申报材料从基本情况、合规情况、证明材料和其他相关材料四个方面进行规定	● 对项目各项权利设定、原始权益人企业信用、现金流的稳定性和分散度等方面提出要求
明确基金管理人的运营管理职责	● 申报材料应阐明基础设施运营管理机构承担同类项目运营管理经验，拟配备的运营管理人员情况，公司治理和财务状况等情况，目的是对发行 REITs 所依托的底层资产的运营管理团队的专业经验、管理能力等进行判断	● 列示了基础设施基金运作过程中基金管理人的 16 项运营管理职责
丰富 REITs 发行总体方案	● 试点项目申报要求提交切实可行的 REITs 发行总体方案，阐述基础设施 REITs 基金产品的交易结构、资产管理安排、拟实施步骤及进展情况等内容	● 进一步提出基金招募说明书除按照法律法规要求披露相关信息外，还应披露 24 项必要信息
明确有关市场机构参与情况	● 要求申报材料应阐述公募基金管理人、资产支持专项证券管理人、财务顾问共三类市场机构的情况，并说明其他需要进一步阐明的情况	● 申请注册基础设施基金前，基金管理人应当全面地尽职调查拟持有的基础设施项目，聘请符合规定的专业机构提供评估、法律、审计等专业服务

数据来源：发改委，证监会，清华 PPP 研究中心，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

表 3:《通知》主要内容

事项	主要内容
高度重视，切实做好试点项目组织申报工作	● 开展基础设施 REITs 试点，是**贯彻落实党中央、国务院关于防风险、去杠杆、稳投资、补短板决策部署的有效政策工具，是投融资机制的重大创新，有助于盘活存量资产，广泛调动各类社会资本积极性，促进基础设施高质量发展**。各地发展改革委要高度重视、精心组织、统筹协调，按要求稳妥推进试点项目申报工作。 ● 基础设施项目手续依法合规是试点工作顺利开展的必要前提；基础设施项目持续健康平稳运营是衡量试点工作成功与否的关键标准。**各地发展改革委要严格审查把关，确保项目符合国家重大战略、宏观调控政策、产业政策、固定资产投资管理法规制度，促进项目持续健康平稳运营，推动形成良性投资循环，为试点工作顺利开展奠定坚实基础**。
聚焦重点，准确把握试点项目的地区和行业范围	● **优先支持位于《京津冀协同发展规划纲要》《河北雄安新区规划纲要》《长江经济带发展规划纲要》《粤港澳大湾区发展规划纲要》《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》《海南自由贸易港建设总体方案》等国家重大战略区域范围内基础设施项目**。支持位于国务院批准设立的国家级新区、国家经济技术开发区范围内的基础设施项目。 ● **优先支持基础设施补短板项目，鼓励新型基础设施项目开展试点：** 1) 仓储物流项目 2) 收费公路、铁路、机场、港口项目 3) 城镇污水垃圾处理及资源化利用、固废危废医废处理、大宗固体废弃物综合利用项目 4) 城镇供水、供电、供气、供热项目 5) 数据中心、人工智能、智能计算中心项目 6) 5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络、有线电视网络项目 7) 智能交通、智慧能源、智慧城市项目 ● **鼓励国家战略性新兴产业集群、高科技产业园、特色产业园等开展试点，项目应满足以下条件：** 1) 位于国家发展改革委确定的战略新兴产业集群或《中国开发区审核公告目录（2018 年版）》确定的开发区范围内。 2) 业态为研发、创新设计及中试平台，工业厂房，创业孵化器和产业加速器，产业发展服务平台等基础设施。 3) 项目用地性质为非商业、非住宅用地。 ● 酒店、商场、写字楼、公寓、住宅等房地产项目不属于试点范围。
确保试点项目满足基本条件	● 基础设施项目权属清晰、资产范围明确，发起人（原始权益人）依法合规拥有项目所有权、特许经营权或运营收费权，相关股东已协商一致同意转让。 ● **项目运营时间原则上不低于 3 年。** ● **现金流持续稳定且来源合理分散，投资回报良好，近 3 年内总体保持盈利或经营性净现金流为正。预计未来 3 年净现金流分派率（预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值）原则上不低于 4%**。 ● 基础设施运营管理机构具备丰富的同类项目运营管理经验，配备充足的运营管理人员，公司治理与财务状况良好，具有持续经营能力。 ● 发起人（原始权益人）、基金管理人、基础设施运营管理机构近 3 年在投资建设、生产运营、金融监管、工商、税务等方面无重大违法记录，项目运营期间未出现安全、质量、环保等方面重大的问题。

数据来源：发改委，证监会，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1.3、REITs 新规出台背景分析：两层逻辑

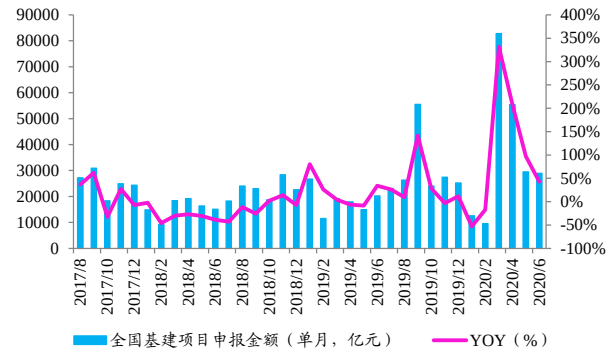
我们认为新规出台的表层逻辑，是应对年初以来复杂的宏观经济形势，有利于构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，创有数据以来最大跌幅，逆周期调控必要性提升，而弱需求限制制造业投资回升，地产宏观调控政策放松可能性依然较小，基建刺激成为稳投资、稳就业、稳需求的重要手段。另一方面，基建相关政策不断加码推进解决复工和资金难的问题，基建资金面（专项债规模增加、发行特别国债、适当提高财政赤字率）及项目端（上半年全国基建项目申报金额同比接近翻倍、工程中标金额单月同比恢复两位数增长）持续改善。同时我们观察到国内传统基建市场存在融资渠道狭窄、资本退出难、投资效益不确定、低效投资多等挑战，大力发展公募基础设施 REITs，有望改善基础设施领域现有投融资模式、推动解决基建领域结构性问题，提升资源配置效率，为基建投资补充中长期资金，而投资作为总需求的重要组成部分，其内部的良性循环是构建国内大循环的重要内容，将为形成国内国际双循环相互促进的新发展格局发挥积极作用。

表 4：历年新增专项债（亿元）用途汇总

	2020 年迄今	占比(%)	2019 年	占比(%)	2018 年	占比(%)	2017 年	占比(%)
新增专项债总量	**23921**	100%	**21522**	100%	**13527**	100%	**7916**	100%
基建	18245	77.8%	7331	34.1%	3064	22.7%	2469	31.2%
棚改	642	2.7%	7028	32.7%	3163	23.4%	1546	19.5%
土储	0	0.0%	6688	31.1%	5903	43.6%	3086	39.0%
其他	5034	21.0%	475	2.2%	1397	10.3%	814	10.3%

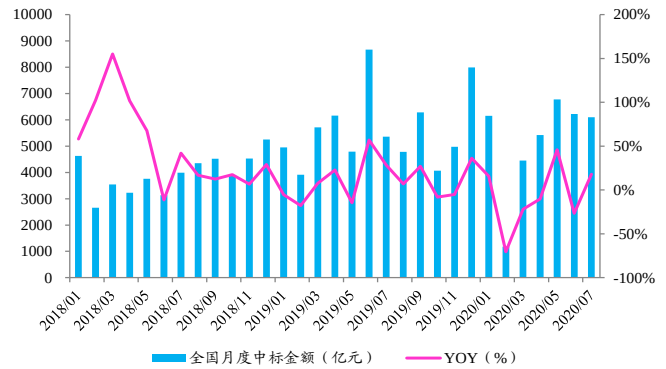
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、月度基建项目申报金额（亿元）及增速（%）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、月度中标额（亿元）&增速（%）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

新规出台的里层逻辑，则是一直以来的地方融资途径创新。1994 年分税制改革重塑央地关系，包括中央和地方财权事权的分配，对地方基础设施投融资影响深远：地方需要投资基建拉动经济，而基建资金来源包括中央预算内投资、地方财政、转移支付、投资补助、市场化融资等，市场化融资创新则经历了平台公司征信融

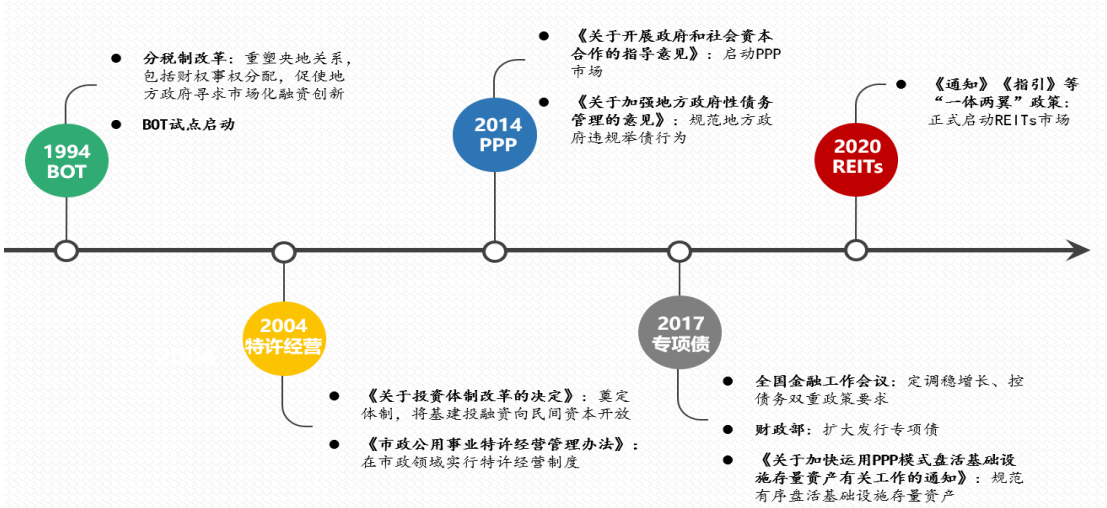
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

资、BOT、PPP、专项债等途径演变，当前发展 REITs 同样可以看作是地方融资途径创新的延续。

- **1994 年 BOT 试点启动**：系国内投融资领域重大创新尝试。
- **2004 年特许经营创新**：2004 年原建设部发布 126 号令《市政公用事业特许经营管理办法》，在市政基础设施领域或市政公用事业行业启动市场化改革，实行特许经营制度，同年国务院发布 20 号文《关于投资体制改革的决定》，奠定投融资体制，放宽社会资本的投资领域，打开基础设施投融资市场化和向民间资本开放之门。两份文件为其后特许经营模式大力发展奠定基础。
- **2014 年 PPP 市场启动**：2014 年财政部、发改委相继发文启动 PPP 市场，创新基础设施投融资模式，同年国务院发布 43 号文《关于加强地方政府性债务管理的意见》规范地方政府违规举债行为，助推 PPP 模式迅猛发展。当前 PPP 管理库项目投资规模达 14.8 万亿，仍是基建 REITs 项目重要的底层资产来源。
- **2017 年以来专项债和盘活存量资产成为重要方向**：2017 年中全国金融工作会议上定调了稳增长、控债务的双重政策要求，PPP 由于隐性债务风险而进入冷静期，专项债成为重要投融资工具。同年发改委出台《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》，提出规范有序盘活基础设施存量资产，在固定资产投资增速下滑的背景下，盘活存量、以存带增成为重要投融资创新手段。
- **2020 年 REITs 新规出台恰逢其时，拉开盘活存量资产的大幕**：2020 年上半年复杂宏观经济形势下孕育了推动 REITs 支持政策出台的动力。当前稳增长需求进一步抬升，国家更加重视近几十年来发展形成的巨量存量资产，盘活存量资产的决心加大。REITs 作为一种具备多重优势、且在海外已有丰富可鉴经验的投融资模式，推广新规出台恰逢其时，系基础设施投融资创新的里程碑，有望在基建市场形成“建设/收购→培育→REITs 化→回笼资金→再投资”的项目模式，实现“以存带增、滚动发展”良性发展。

图 3、地方融资途径创新演变



资料来源：国务院，发改委，财政部，住建部，证监会，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

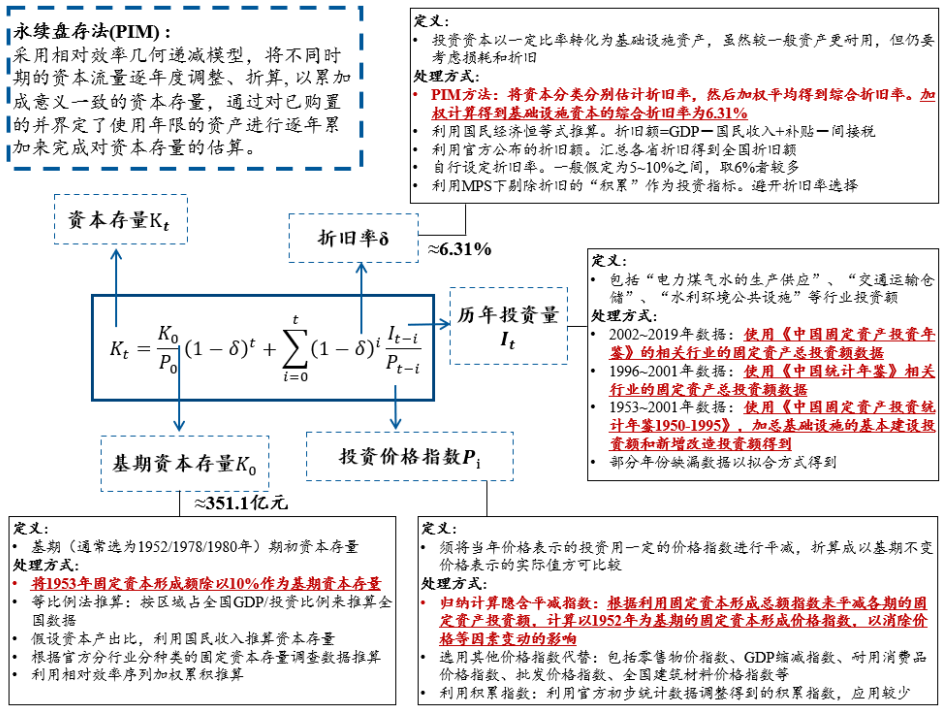
2、我国基础设施存量规模和 REITs 市场潜在规模分析

2.1、估算我国基础设施及公路设施存量规模约 116 万亿元/17 万亿元

根据世界银行定义，**基础设施包括（狭义）经济基础设施和（广义）社会基础设施，其资本存量是符合基础设施概念的资产在某个时间上的资本总量。**

- （狭义）经济基础设施：即永久性的工程构筑、设施、设备和它们所提供的为居民所用和用于经济生产的服务。主要包括：（1）公用事业：电力、电信、管道煤气、供水、卫生设施以及排污、固体废弃物收集与处理系统；（2）公共工程：道路、大坝和灌溉及排水渠道工程；（3）交通设施：铁路、城市交通、港口、水运和机场；
- （广义）社会基础设施：除上述以外的基础设施，如文化教育、医疗保健等；
- 基础设施资本存量：产生于社会固定资产投资，是符合基础设施定义的这部分资本在考虑折旧、物价指数影响后的资本价值。

图 4、永续盘存法计算基础设施存量示意图



资料来源：《我国基础设施资本存量估算与未来投资方向》，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

我们采用永续盘存法估算 2018 年全国基础设施存量约为 115.51 万亿（以 2018 年价格计）。

- 估算方法采用永续盘存法：基础设施存量估算方法包括永续盘存法和国民财富调研法，由于我国未进行过大规模资产普查，故宜采用前者估算。永续盘存法（Perpetual Inventory Method）简而言之，就是每一年度期末资本存量=期初资本存量+本期总投资-本期折旧，并考虑资本存量折旧率和社会物价指数影响，通过迭代计算将不同时期的资本流量累加成意义一致的资本存量。

- 选取基期为 1952 年：现有研究一般定为 1952 年、1978 年或 1980 年。考虑到下列重要参数的可得性和可靠性，同时降低基期资本存量数据对近期资本存量数据的影响，将估算全国基础设施存量的时间段选取为 1952-2018 年；

- 历年投资量 I_t：（1）2002 年后数据为历年广义基建类固定资产投资完成额；（2）1996¯2001 年数据引用《中国统计年鉴》中“电力、燃气及水的生产和供应业”、“地质勘查业、水利管理业”和“交通运输、仓储及邮电通信业”的固定资产总投资额数据；（3）1953¯2001 年数据引用《中国固定资产投资统计年鉴 1950-1995》，加总历年基础设施的基本建设投资额和新增改造投资额得到，部分年份缺漏数据以拟合方式得到；

- 估算基期资本存量 K_0 约 351 亿元：加总 1953 年基本建设投资（17.47 亿元）和更新改造投资（17.64 亿元）近似估算基期基础设施固定资本形成额，按相关文献方法，除以 10%即得到基期基础设施资本存量为 351.1 亿元；

- 折旧率 δ 取为 6.31%：将资本分类分别估计折旧率，然后加权平均得到总的折旧率。假定建筑物、设备和其他费用的使用年限分别为 58 年、28 年和 35 年，固定资产残值率定为 4%，基于 1998-2005 年间《中国城市建设统计年报》提供的各项投资数据，测算 7 年间各项平减后的累计投资额占比为 67%、8%、21%，经加权计算得到基础设施资本的综合折旧率为 6.31%；

- 固定资本形成价格指数 P_i：（1）1991 年后数据引用《中国统计年鉴》公布的固定资产投资价格指数；（2）利用以当年价格衡量的全国固定资本形成总额和以不变价格衡量的固定资本形成指数，估算 1952—1991 年期间的固定资产投资隐含平减指数；

- 基于以上假设和参数选取，**估算 2018 年全国基础设施存量规模以 1952 年价格计约为 20 万亿元，以 2018 年价格计约为 115.51 万亿元**。

按同样的方法可以估算全国各省的基础设施存量规模。**我们估算 2018 年各省基础设施存量规模前五位分别为四川（含重庆，10.2 万亿元，按 2018 年价格计，下同）、广东（6.3 万亿元）、江苏（6.1 万亿元）、山东（6 万亿元）、浙江（5.6 万亿元）。**

- 选取基期为 1985 年：由于《中国统计年鉴》提供了自 1985 年以来的分省分行业的基本建设投资和更新改造投资数据，考虑到相关参数的可得性和可靠

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

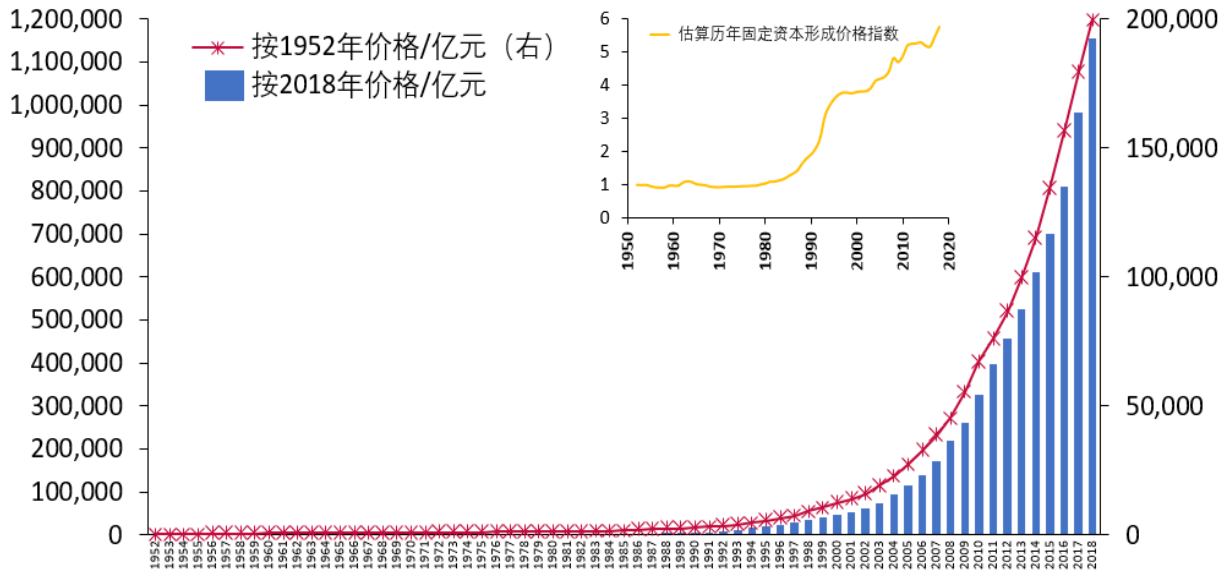
性，将测算各省基础设施的时间段选取为 1985-2018 年；

- 按比例法估算各省基期资本存量 K_0，折旧率和价格指数统一使用全国值：借用基础设施产出比概念，即基础设施存量与 GDP 存在比值关系，将前文估算所得 1985 年全国基础设施存量（2148 亿，以 2018 年价格）按各省 GDP 占比分配至各省，即可得各省基期存量；
- 按 2018 年价格计，**估算四川（含重庆）、广东、江苏、山东、浙江基础设施存量规模分别约为 10.2 万亿元、6.3 万亿元、6.1 万亿元、6 万亿元、5.6 万亿元，位列各省前五**。

公路是基础设施的重要组成部分，收费公路是 REITs 新规聚焦的重点行业之一。**采用永续盘存法估算 2018 年全国公路设施存量约 16.99 万亿(以 2018 年价格计)。**

- 选取基期为 1952 年，估算基期资本存量 K_0 约 17.89 亿元,：根据 choice 数据，我国 1949-1952 年公路里程从 8.07 万公里增长至 12.6 万公里，期间投资 3 亿元，剔除折旧因素，估算 1952 年公路设施资本存量约 17.89 亿元；
- 折旧率 δ 取为 5.22%,价格指数统一使用全国值，历年投资量 I_t 来自中国统计年鉴和交通运输部披露数据：在正常维护条件下，公路路基等使用寿命一般可达 50～70 年，桥梁涵洞等的耐久年限更长，综上取公路寿命为 60 年，残值率按照 4%计算，年折旧率为 5.22%；
- 基于以上假设和参数选取，**估算 2018 年全国基础设施存量规模以 1952 年价格计约 2.94 万亿元，以 2018 年价格计约 16.99 万亿元**。

图 5、估算我国全国基础设施存量规模（亿元）

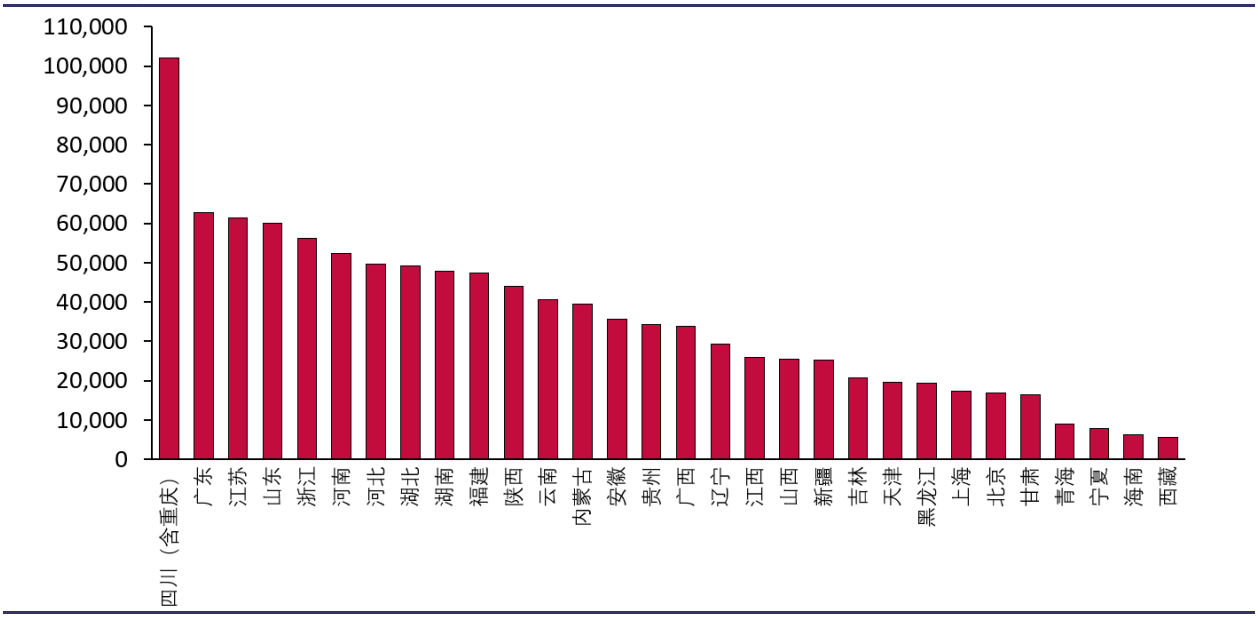


资料来源：Wind，统计局，《中国基础设施存量的再测算》，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

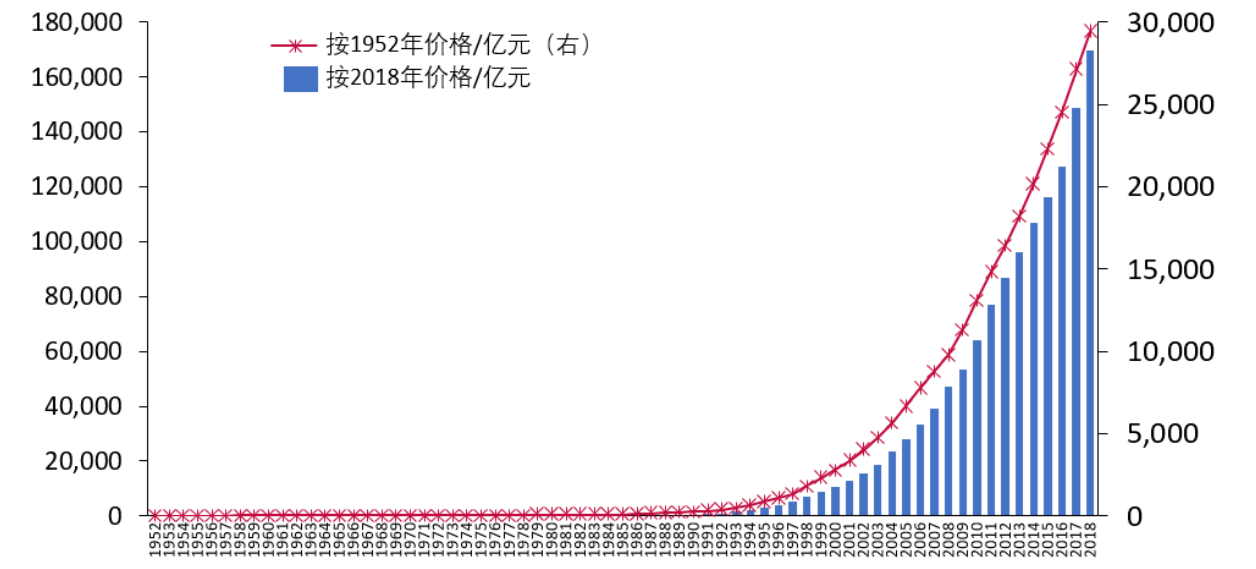
lax889889.com 299520.xyz

图 6、估算各省 2018 年基础设施存量规模（按 2018 年价格计，亿元）



资料来源：Wind，统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、估算全国公路设施存量规模



资料来源：Wind，统计局，交通运输部，《1952-2010 年中国公路资本存量的估算》，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.2、估算我国 REITs 市场潜在规模在 2 万亿元以上

从基础设施存量规模和可证券化率出发，估算我国 REITs 市场潜在规模在 2.3 万亿~3.5 万亿之间。

- 估算全国基础设施可证券化率在 2%~3%之间。根据相关文献，北大光华取证券化率为 1%作为估算依据，发改委则提出 6%~10%的不动产证券化覆盖率。戈登在《REITs 投资指南》中测算美国商业地产 REITs 化率约 4.8%。综上，我们假设当前全国基础设施存量的可证券化率在 2%~3%之间；
- 对于全国基础设施，我们采用永续盘存法估算 2018 年全国基础设施存量规模约 115.51 万亿，基于以上可证券化率假定，则估算我国 REITs 市场潜在规模在 2.3 万亿元~3.5 万亿元之间；
- 对于公路设施，我们估算 2018 年全国存量规模约 16.99 万亿元，假设可证券化率达到 3%，则估算我国公路设施 REITs 市场潜在规模约为 5100 亿元；
- 对于基础设施存量规模靠前的省份，我们假设可证券化率达到 3%，可估算四川（含重庆）、广东、江苏、山东、浙江五大区域 REITs 市场潜在规模分别达到 3060 亿元、1881 亿元、1840 亿元、1800 亿元、1683 亿元。

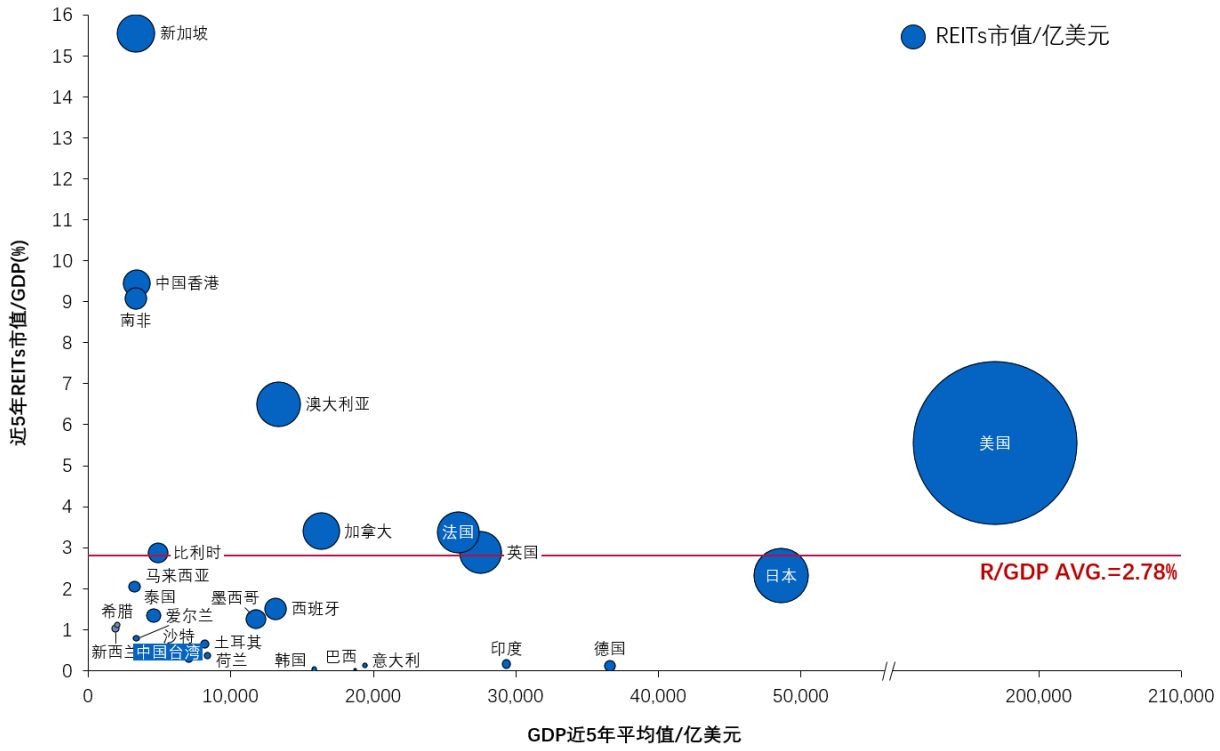
从 REITs 市值规模占 GDP 和股市总市值的比重出发，估算我国 REITs 市场潜在规模在 2.8~5.5 万亿之间。

- 我们选取 26 个代表性市场，测算其 REITs 市值占当年 GDP 和股市总市值的比重的近五年平均值分别为 2.78%、2.64%，据此分别测算得到我国 REITs 市场潜在规模为 2.76 万亿和 1.57 万亿。日本、英国、法国、加拿大等成熟市场 REITs 占 GDP 比重分别为 2.3%、2.9%、3.4%、3.4%，占股市市值比重分别为 2%、2.4%、3.9%、2.8%，均较为接近整体平均水平，表明该比重指标具有一定参考意义。根据所统计 26 个市场的平均值，基于我国 2019 年 GDP 和股市市值数据，估算我国 REITs 市场潜在规模为 2.76 万亿和 1.57 万亿；
- 美国市场经验对于我国发展 REITs 或具有较大参考意义，直接按美国比重值估算得我国 REITs 市场潜在规模为 5.5 亿和 2.32 亿。美国 REITs 市值规模占 GDP 和股市总市值的比重分别为 5.6%、3.9%，均高于平均水平。我们认为美国作为世界最大经济体，其 REITs 历史较久、实现了大规模发展、模式较为成熟，应用遍及商业地产和新老基建等诸多领域，实践经验尤其值得我国借鉴。直接按美国比重值，测算得到我国 REITs 市场潜在规模为 5.5 亿和 2.32 亿。

liaohan.net nblax520.com

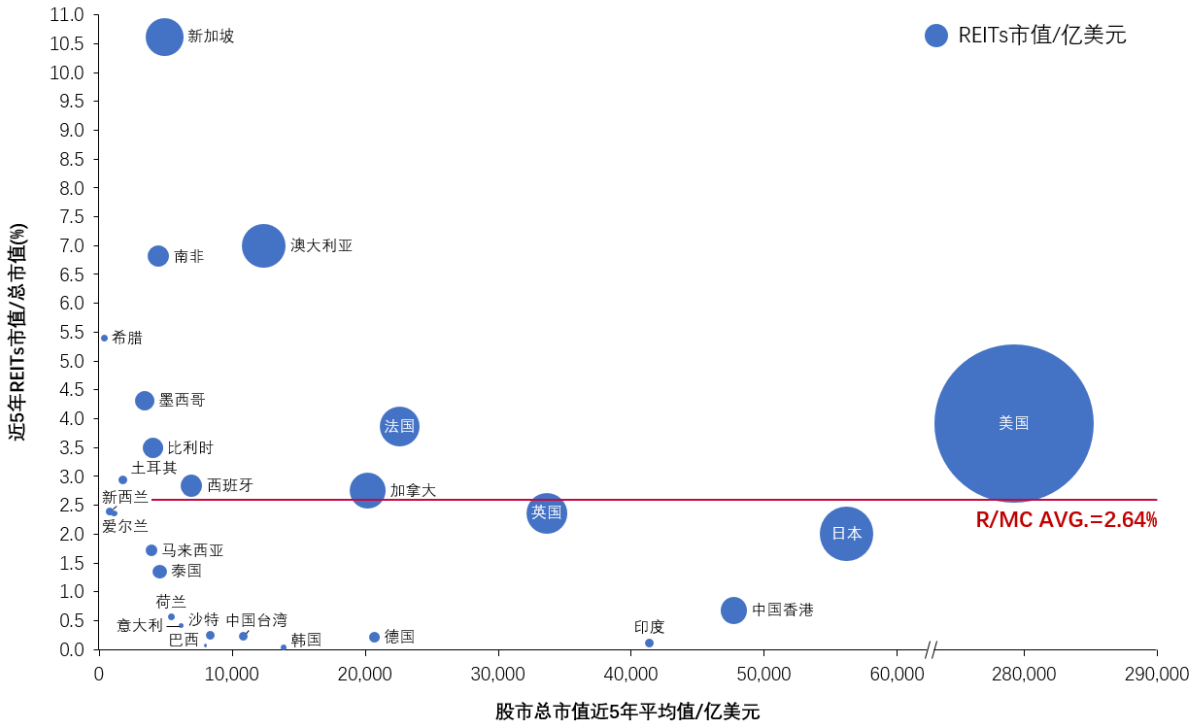
lax889889.com 299520.xyz

图 8、主要市场 REITs 市值占当地 GDP 比重情况



资料来源：Bloomberg、Nareit、兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、主要市场 REITs 市值占当地股市市值比重



资料来源：Bloomberg、Nareit、兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3、类 REITs 市场：发行超 1400 亿，为推行公募 REITs 积累丰富经验

3.1、ABS：重要债券品种，当前存量达 3.67 万亿元

ABS 是我国债券市场重要品种之一，发行总额达 8.69 万亿，产品余额约 3.67 万亿。ABS（Asset-Backed Security，资产支持证券）是债券性质金融工具，其依托于基础资产池产生的现金流或剩余权益，向投资者支付本息。按 Wind 债券分类，ABS 是债券市场 15 大品种之一，截止 2020 年 6 月：累计发行数量和金额分别达到 15689 只、8.69 万亿元；存量 ABS 产品数量为 7630 只，占比约 14.2%，位列第 3；存量 ABS 产品余额约 3.67 万亿，占比约 3.52%，位列第 7。

2005 年首次发行，2014 年后迎来发行高峰。2005 年 2 只证监会主管 ABS 首次发行，总额约 32 亿。ABS 市场在 2013 年及之前总发行金额仅 2207 亿，2014 年发行总额达 3310 亿并步入快速扩张期，2015-2019 年每年发行 ABS 金额为 6135 亿、8875 亿、15463 亿、20132 亿、23629 亿，增速分别为 85%、45%、74%、30%、17%。

ABS 按监管部门可分为三类，以证监会和银保监会主管产品为主。ABS 主要分为证监会主管企业 ABS、银保监会主管信贷 ABS、交易商协会资产支持票据 ABN 三类，从发行情况来看，证监会主管 ABS、银保监会主管 ABS 和交易商协会 ABN 的发行数量分别为 11581 只、2597 只、1511 只，占比分别约 74%、17%、10%，金额分别为 4.18 万亿、3.86 万亿、0.65 万亿，占比分别约 48%、44%、8%；从当前存量来看，三类 ABS 数量分别为 5528 只、1005 只、1097 只，占比约 72%、13%、14%，债券余额分别为 1.84 万亿、1.38 万亿、0.44 万亿，占比约 50%、38%、12%；

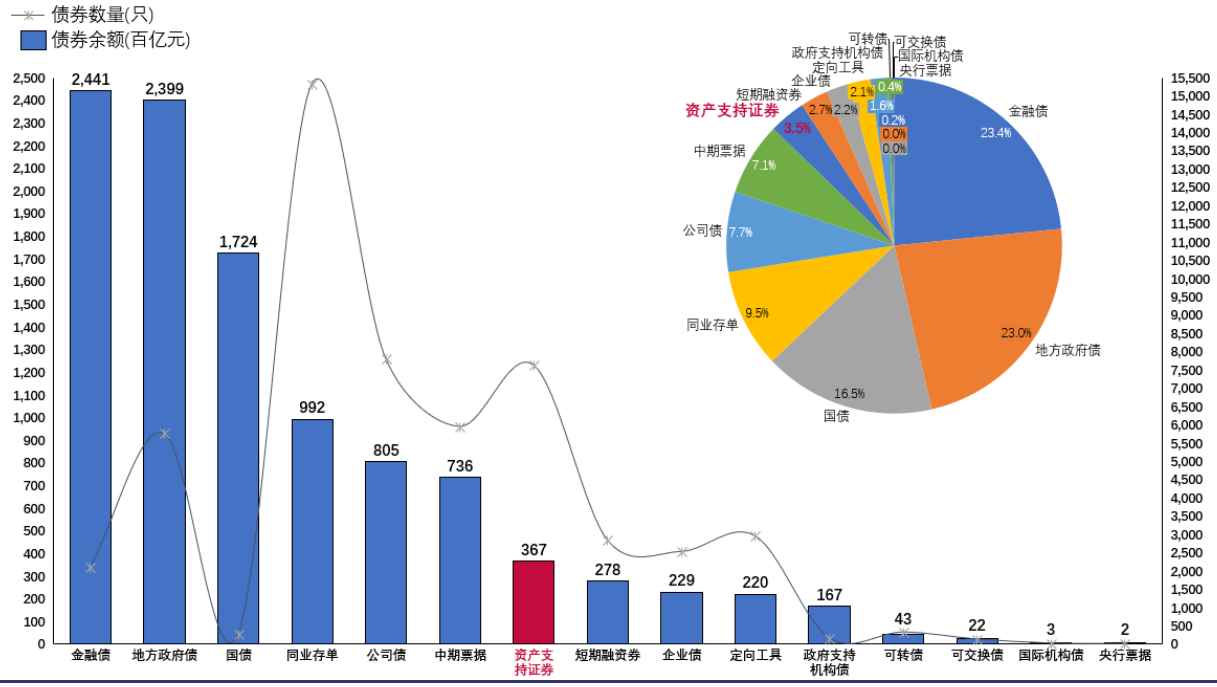
ABS 在三类产品基础上，按基础资产类型进一步可分为 37 小类，以个人住房抵押贷款、应收账款、企业债权等为主，余额 CR_3 超过 50%。

- 其中：（1）企业 ABS 基础资产类型包括应收账款、小额贷款、租赁租金等 20 类；（2）信贷 ABS 基础资产类型包括个人住房抵押贷款、企业贷款、汽车贷款等 9 类；（3）ABN 基础资产类型包括票据收益、应收债权、租赁债权等 8 类；
- 从发行规模来看，前 10 类基础资产类型分别为个人住房抵押贷款、应收账款、企业贷款、小额贷款、汽车贷款、租赁租金、企业债权、信托受益权、信用卡贷款、票据收益，发行金额占比分别达 17.3%、13.5%、12.3%、8.3%、7.5%、6.7%、6.2%、4.9%、4%、3.1%，CR_5 约 58.9%，CR_{10} 约 83.7%。其中 REITs 类发行金额占比约 1.4%；
- 从债券余额来看，个人住房抵押贷款、应收账款、企业贷款三类基础资产类型的 ABS 余额占比分别为 27.3%、16.1%、7.6%，CR_3 高达 50.9%，CR_{10} 约 84.1%。其中 REITs 类余额占比约 2.6%；

liaohan.net nblax520.com

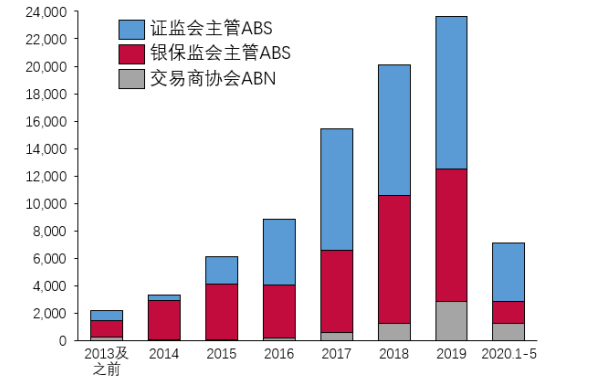
lax889889.com 299520.xyz

图 10、我国债券市场数量及规模（截止 2020 年 6 月）



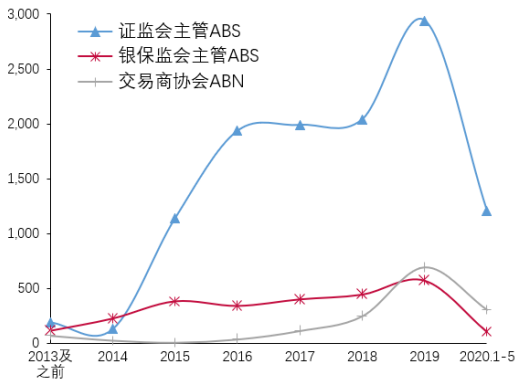
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、三类 ABS 历年发行金额（亿元）



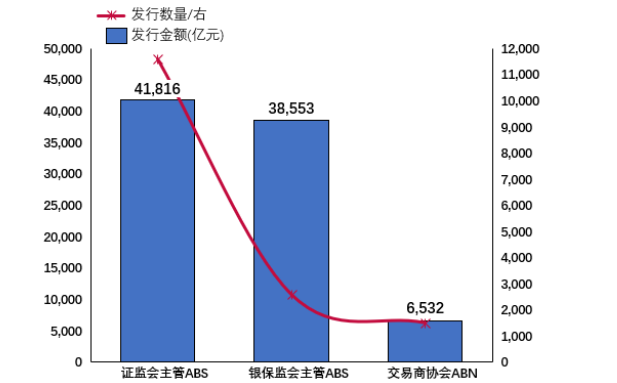
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、三类 ABS 历年发行数量



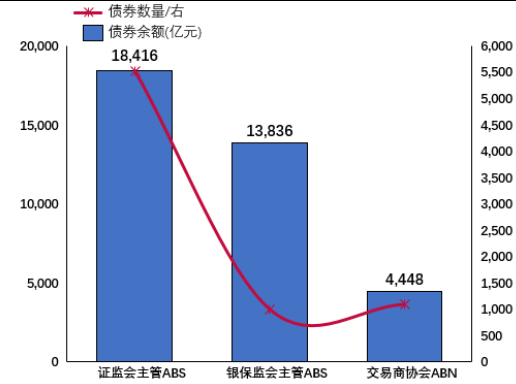
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、三类 ABS 发行数量和金额统计



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、三类 ABS 当前债券数量和余额统计

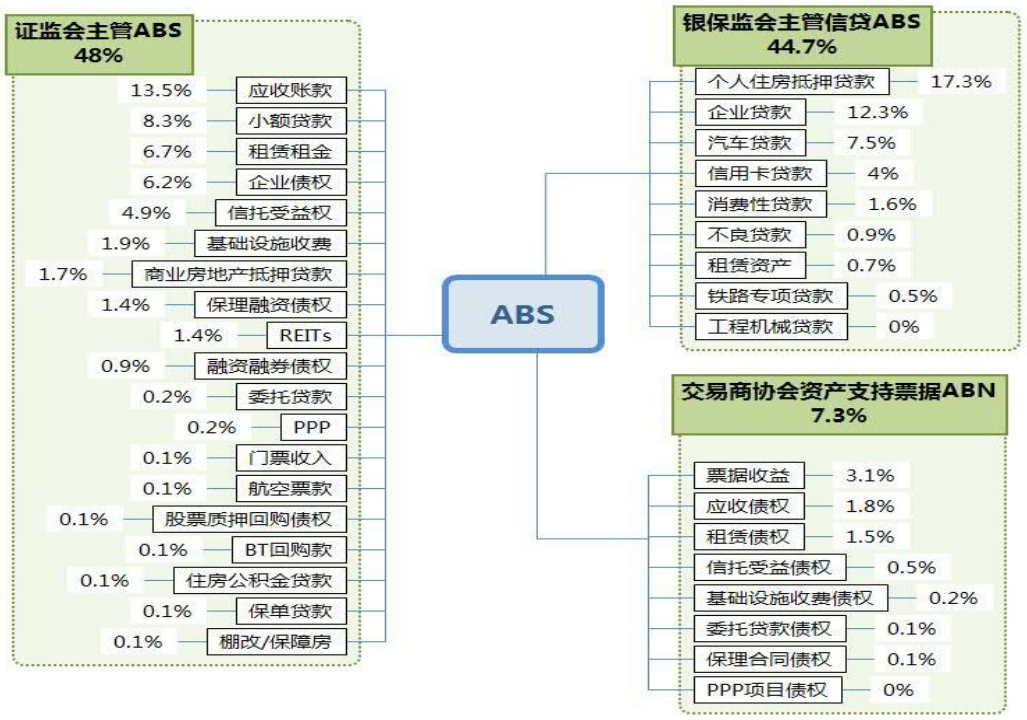


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

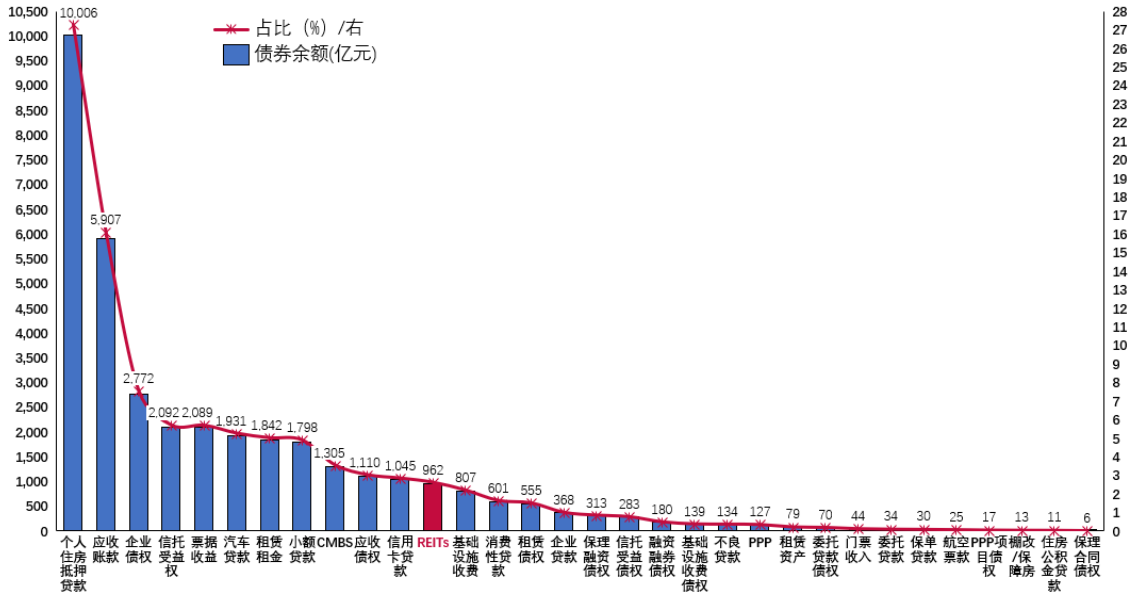
lax889889.com 299520.xyz

图 15、ABS 按基础资产类型分类（发行金额占比，截止 2020 年 6 月）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、ABS 余额按基础资产类型分类（截止 2020 年 6 月）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.2、类 REITs：发行超 1400 亿，较 ABS 更具权益特性

国内类 REITs 发行规模超 1400 亿，为推行公募 REITs 积累丰富实践经验。2014 年“中信启航”发行约 52 亿，拉开类 REITs 市场帷幕。2014-2019 年发行金额分别为 96 亿、131 亿、117 亿、291 亿、278 亿、506 亿，在 2019 年迎来爆发式增长。2020 年上半年发行金额约 39 亿。截止 2020 年 6 月类 REITs 市场共发行 77 只产品，规模达 1458 亿。大量类 REITs 项目实践经验，以及一系列 REITs 相关支持政策，为 2020 年 4 月 REITs 新规出台打下了坚实基础。

国内类 REITs 底层资产以商业、办公和租赁住房为主，基础设施类 REITs 单体规模较大。已发行类 REITs 产品按基础资产类型可分为六类，分别为

- **商业物业**：发行 34 只、规模约 784 亿，占比约 54%，代表项目包括彩云之南酒店 ABS、中联前海开源-远洋集团 ABS 等；
- **办公物业**：发行 14 只、规模约 279 亿，占比约 19%，代表项目包括中信启航 ABS、海航浦发大厦 ABS 等；
- **租赁住房**：发行 18 只、规模约 195 亿，占比约 13%，代表项目包括中联前海开源-碧桂园/保利租赁住房 ABS 产品等；
- **基础设施**：发行 3 只、规模约 110 亿，底层资产均为高速公路，分别为广朔实业高速公路 ABN（70 亿）、中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速（20 亿）、华泰-四川高速隆纳高速 ABS（20 亿）；
- **物流仓储**：发行 6 只、规模约 76 亿，代表项目包括华泰佳越-顺丰产业园 ABS；
- **产业园区**：发行 2 只、规模约 14 亿，分别为中联元联-前海开源-苏州纳米大学科技园（10 亿）和中联前海开源-中集产城产业园 ABS（4 亿）；

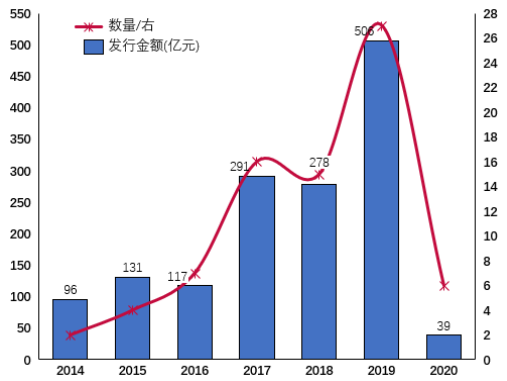
国内 ABS 及类 REITs 产品一般均采用优先级+次级的分层架构，且次级比例较低，从这一角度来说类 REITs 产品属性大多偏固收债型而非权益型。

- **ABS：**统计约有 10.6%产品次级占比为 0%。所有 ABS 产品的次级比重的算术均值仅约 7.7%，按发行金额为权重的加权平均次级比重仅为 6.9%，均处于较低水平；
- **类 REITs：**统计产品平均次级比重约 21.2%，高于全体 ABS 平均水平，较 ABS 产品更具权益特性。其中沪杭甬 ABS、新派公寓权益型房托 ABS、万纬物流 ABS 等次级比重分别达 55%、52%、49%。

liaohan.net nblax520.com

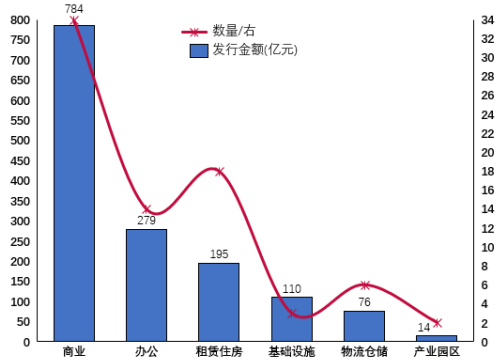
lax889889.com 299520.xyz

图 17、2014-2020 年类 REITs 发行情况（亿元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、已发行类 REITs 按底层资产类型分布



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5：次级比重较高的类 REITs 项目

项目	徽杭高速 2019-1	新派 2017-1	万纬物流 2020-1
全称	中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划	新派公寓权益型房托资产支持专项计划	万纬物流-易方达资产-物流仓储 1 期资产支持专项计划
上市日期	2019/10/18	2017/12/14	2020/2/3
发行人	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	洋部落(北京)企业管理咨询有限公司	珠海万纬物流发展有限公司
发行规模	20.13 亿	2.7 亿	5.732 亿
次级占比	55.29%	51.85%	48.53%
期限	15 年	5 年	8 年
优先级利率	3.7%	5.3%	4.7%
优先级信用等级	AAA	AAA	AA+

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.3、类 REITs 收益率和流动性优于 ABS 整体水平

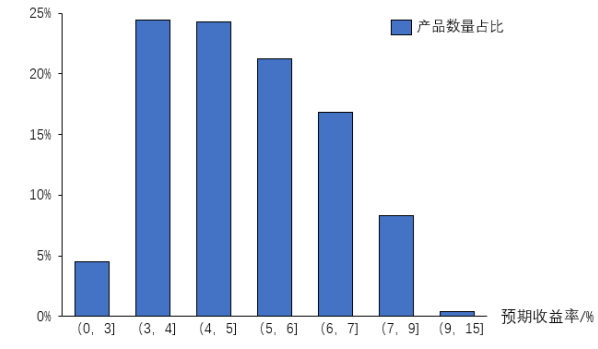
类 REITs 收益率显著高于 ABS 市场整体水平和国债收益率水平。全体 ABS 的平均预期收益率和加权平均预期收益率（以发行金额为权重，下同）分别为 5.08%和 4.63%，均显著高于当前十年期国债收益率水平（2.95%）。ABS 产品收益率主要集中在 3%¯5%区间，其中 3%¯4%和 4%¯5%区间数量占比分别为 24.4%和 24.2%。规模较大的 ABS 品种中，个人住房贷款抵押贷款类平均收益率及加权平均收益率分别为 4.13%、4.21%，应收账款为 5.01%和 4.55%，企业贷款为 3.79%和 3.47%。类 REITs 平均收益率及加权平均收益率分别为 5.87%和 5.7%，显著高于整体平均水平，类 REITs 产品收益率主要集中在 5%¯7%区间，其中 5%¯6%和 6%¯7%区间数量占比分别为 25.7%和 31.7%。

表 6：主要 ABS 品种收益率水平

类型	平均预期收益率	加权平均预期收益率
全体	5.08%	4.63%
个人住房抵押贷款	4.13%	4.21%
应收账款	5.01%	4.55%
企业贷款	3.79%	3.47%
小额贷款	4.76%	4.4%
企业债权	5.2%	4.66%
租赁租金	5.59%	5.11%
基础设施收费	5.71%	5.19%
CMBS	5.74%	5.46%
类 REITs	**5.87%**	**5.7%**

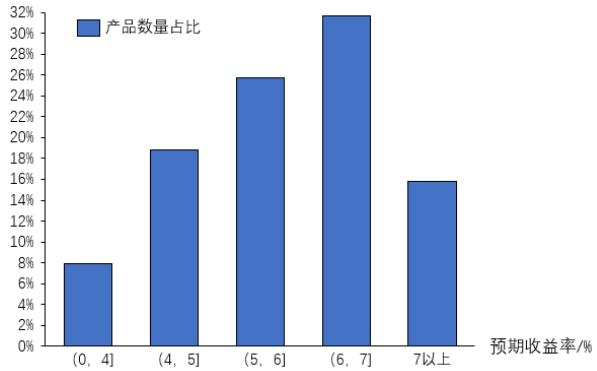
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、全体 ABS 收益率分布



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、类 REITs 收益率分布



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从（标准化）成交量、换手率等角度来看，类 REITs 流动性优于 ABS 整体水平。

- **近一年成交量指标：住房贷款拉高整体，类 REITs 高于市场平均水平。**（1）全体 ABS 区间成交量平均值为 5.84 亿元，区间成交量加权平均值（以发行金额为权重，下同）为 16.75 亿元，主要为占比最大的个人住房抵押贷款品种

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

拉动。除去住房贷款，剩余 ABS 区间成交量平均值为 2.82 亿元，区间成交量加权平均值为 3.78 亿元；（2）类 REITs 区间成交量平均值为 2.71 亿元，区间成交量加权平均值为 6.69 亿元，显著高于除去住房后的 ABS 整体平均水平，判断系部分流动性较优的优质产品带动，包括华泰佳越-苏宁云 ABS、中联前海开源-碧桂园租赁住房 ABS 等。

- **近一年换手率指标：类 REITs 低于 ABS 市场平均水平。**（1）全体 ABS 区间换手率平均值为 138%，区间换手率加权平均值为 99.9%。除去住房贷款，剩余 ABS 区间换手率平均值为 150%，区间换手率加权平均值为 124.5%；（2）类 REITs 区间换手率平均值为 63.2%，区间换手率加权平均值为 57.3%，均低于 ABS 市场平均水平。部分额度较大产品换手率较低，包括中联前海开源-勒泰 ABS（发行 21 亿元，换手率 35%）、中联前海开源-华侨城租赁住房 ABS（发行 19 亿元，换手率 18%）等；

- **近一年标准化成交量指标：类 REITs 高于头部品种及市场平均水平。**Wind 推荐以标准化成交量指标衡量债券流动性，具体计算公式如下，其中r_i为债券i的标准化成交量；n为符合条件的债券总个数；R_i 为债券i的成交量（设定区间内总成交量）；

$$r_i = \frac{R_i - \bar{R}}{\sigma_R}$$

$$\bar{R} = \sum_{i=1}^{n} \frac{R_i}{n}$$

$$\sigma_R^2 = \sum_{i=1}^{n} \frac{(R_i - \bar{R})^2}{n-1}$$

借用标准化成交量对比各类 ABS 品种流动性，规模较大的应收账款 ABS 的算数及加权平均标准化成交量分别为-0.21 和-0.64，均显著低于整体，类 REITs 两项指标分别为 0.51 和 0.93，表现优于整体 ABS 市场。

表 7：除去住房后主要 ABS 品种标准化成交量

类型	平均标准化成交量	加权平均标准化成交量
全体	0	0.91
应收账款	-0.21	-0.64
企业贷款	-0.04	0.47
小额贷款	-0.11	0.31
企业债权	0.06	0.73
租赁租金	-0.21	0.44
基础设施收费	-0.58	-0.29
CMBS	1.91	0.47
类 REITs	**0.51**	**0.93**

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3.4、新规将持续引导国内 REITs 市场向境外成熟模式靠拢

国内类 REITs 与境外主流 REITs 在多个方面存在较大差异。国内类 REITs 大多借助资产支持专项计划，采用“私募+ABS”、“信托收益权+ABS”等模式设立产品，衍生出“双 SPV”或“三 SPV”的交易结构。在该结构下，投资者认购私募基金或委托信托公司设立信托计划，由后者收购项目公司股权并发放贷款建设项目，再选择证券公司或基金管理公司子公司担任专项计划管理人，代表专项计划向合格投资者发行 ABS，再由资产支持专项计划向原始投资者收购所持基金份额/信托单位，REITs 投资者则通过认购专项计划来间接持有对项目公司的“股+债”投资。国内类 REITs 与境外主流 REITs 差异包括：

- **发行方式**：国内类 REITs 基本为私募发行；
- **税收优惠**：国内类 REITs 暂无配套税惠政策；
- **管理模式**：类 REITs 对资产以被动管理为主，一般包含两个甚至多个 SPV；
- **退出方式**：国内类 REITs 到期通过主体回购或物业处置收益退出，或通过二级市场交易退出，总体来说市场流动性较弱；
- **产品期限**：国内类 REITs 有存续期，且有效期相对较短；
- **底层资产**：国内类 REITs 一般为单一物业、存续期内为静态；
- **产品属性**：国内类 REITs 往往采取优先级、次级分层架构，产品属性以固收为主、权益为辅；

REITs 新规明确了未来“公募+ABS”交易结构，将持续引导国内 REITs 市场向境外成熟市场 REITs 模式靠拢。4 月 30 日，证监会与发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，提出“由符合条件的取得公募基金管理资格的证券公司或基金管理公司，依法依规设立公开募集基础设施证券投资基金，经中国证监会注册后，公开发售基金份额募集资金，通过购买同一实际控制人所属的管理人设立发行的基础设施资产支持证券，完成对标的基础设施的收购”，既一定程度上承袭国内类 REITs 交易习惯，又进一步向境外 REITs 规范模式靠拢，正式启动国内 REITs 市场。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 21、类 REITs 架构

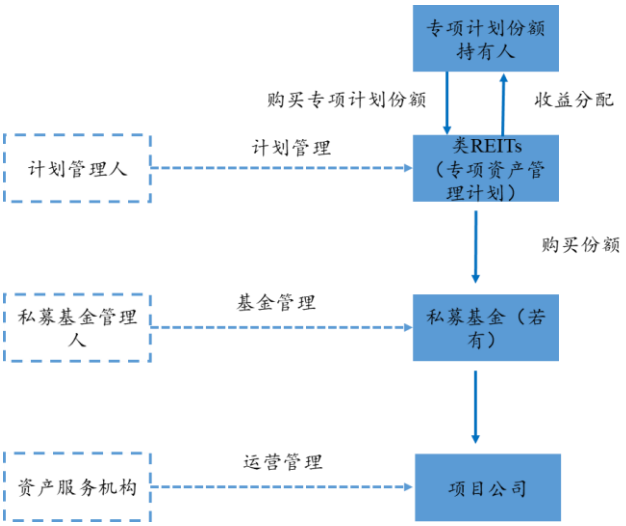
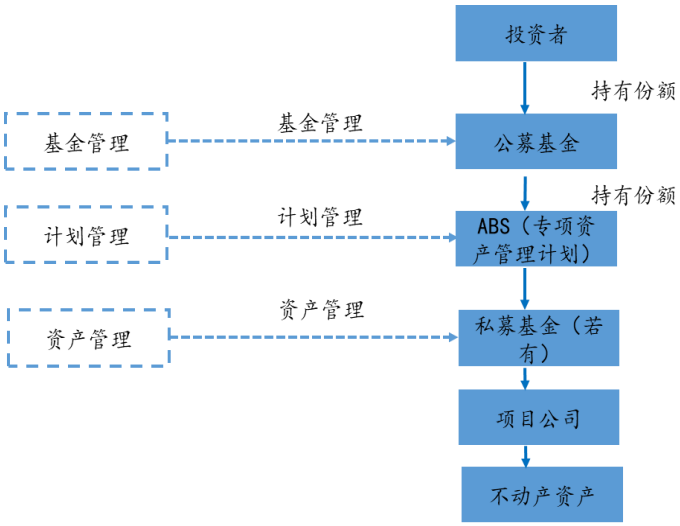


图 22、“公募基金+ABS”模式



数据来源：《中国公募 REITS 发展白皮书》（北京大学光华管理学院），兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4、发展 REITs 利好三方，驱动企业轻资产化扩张和估值重塑

4.1、作为“完美”投资工具，利于机构资金配置、大众共享发展红利

REITs 的诞生源于对高收益、低风险的完美投资标的的追求，从境外实践来看，REITs 较其他投资品种具有稳定股息和长期回报率优势。

- **REITs 以“完美”投资工具为目标而诞生。**REITs 于 1960 年诞生于美国，其最初目的是组合投资“不动产资产权益+传统信托份额”，将前者风险和后者规范性结合起来，创造一种高收益、低风险的几乎完美的投资工具。

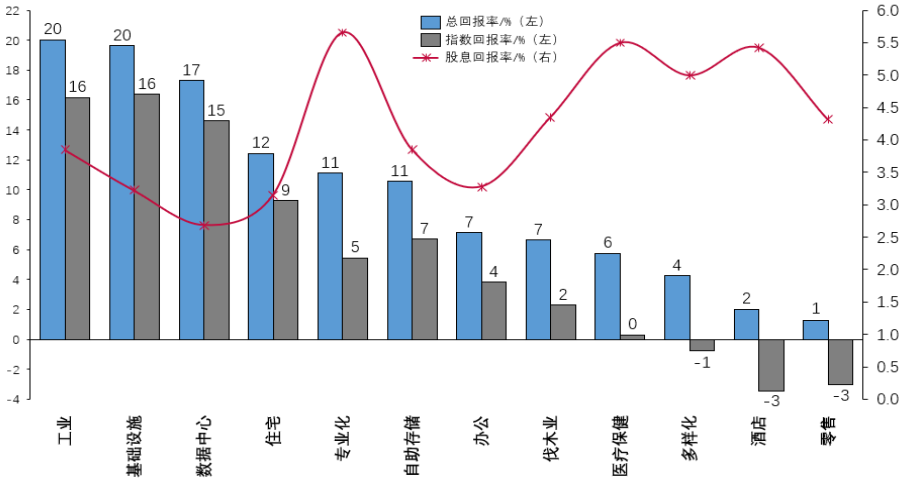
- **REITs 具有较高分红率。**REITs 一般将 90%以上应税净收入强制分红，部分知名 REITs 产品（包括 AMT、ARE 等）均为 100%分红，因此 REITs 分红率通常超过普通上市公司。从 Nareit 公开股息率指标来看，2018 年富时 REITs 及权益型 REITs 股息率分别为 5.39%、4.75%，均远高于当年标普 500 的 1.99%。截至 2015 年富时 REITs 综合指数成分股年平均分红率 4.3%，显著高于标普 500 指数成分股的 2.2%，且高于 10 年期美国国债的 2.3%。

- **REITs 具有较高长期回报率水平。**根据美国 REITs 市场相关资料：（1）从长期回报率指标来看，富时权益型 REITs 的 20 年/25 年/40 年/48 年年复合回报率均高于美股其他主要指数，分别达到 9.99%、9.72%、11.35%、11.14%；（2）从几个区间段表现来看：2000-2015 年富时 REITs 复合年化总回报率约 11.1%，远高于同期标普 500（5%）和纳指（4.8%）；1971-2006 年富时权益类 REITs 复合年化总回报率达 14%，超过同期道指（7.8%）、纳指（9.1%）、标普 500 的（11.4%）；1990-2019 年富时 REITs、纳指、道指、标普 500 指数涨幅分别为 2151%、2300%、984%、878%，在此区间内 REITs 表现接近纳指，大幅超过道指及标普指数；（3）从广义基建类 REITs 品种来看，工业、狭义基建、IDC、自助存储四类 REITs 近 5 年总回报率分别达到 20%、19.6%、17.3%、10.6%，狭义基建 REITs 在 2019 年指数回报率和总回报率分别为 39%、42%，市场表现优异；

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 23、美国各类 REITs 近 5 年平均回报率



资料来源：Bloomberg、Nareit、兴业证券经济与金融研究院整理

在境外成熟市场，REITs 是股债之外的一大重要投资品种，能够提高组合收益率并降低其风险，理论最佳配置比例达到 17%。

- **全球 REITs 市场快速发展，日益成为股债之外的一大重要投资品种。**2001 年标普 500 首次将 REITs 产品列入成分，系 REITs 市场发展的重要里程碑。2000-2015 年间 REITs 平均日交易量从 1600 万股增长至 1.75 亿股，2015 年底入选标普 500 的 REITs 产品数量达 24 只、总市值达 5024 亿美元。2015 年康奈尔《机构投资者不动产资产配置监测报告》显示美国机构投资者资产组合中 REITs 投资占比达到 8.5%。2016 年 S&P 和 MSCI 在全球行业分类系统 GICS 中新设“不动产”行业。我们统计了数据相对完整的 44 个国家或地区上市 REITs 数据，REITs 市值在 2002-2019 年间从 2312 亿美元增长至 2.09 万亿美元，CAGR 达 13.8%，截至 2019 年，合计 858 个 REITs 项目，总市值约 2.09 万亿美元，其中 13 个市场市值规模超百亿美元，美国 REITs 市值约达到 1.33 万亿美元。

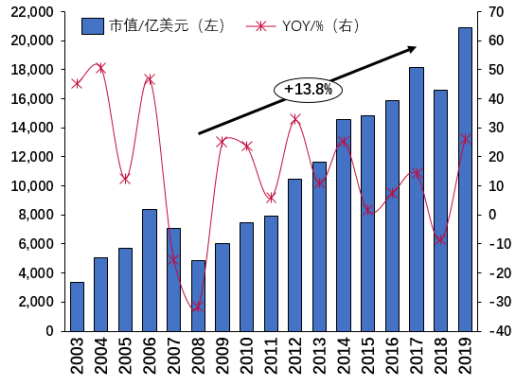
- **REITs 产品稳定性更高、风险更低，与股债等其他投资品种相关性较低，能降低组合波动性。**（1）稳定性更高。REITs 的创立宗旨之一即“创造稳定的投资工具，规避高波动、低收益”，由于收入和分配结构稳定，REITs 产品可预测性较高，根据相关资料，华尔街分析师对美国 REITs 产品业绩预测通常只有几美分差距；（2）产品风险更低。首先，REITs 产品通常负债率较低，债务风险更低，流动性风险相比直接投资基础资产亦更低。其次，REITs 能够通过分散租户构成、业务范围及物业区位来应对经济下行，高度分散化的权益型 REIT 可调整业态组合进一步降低经营风险、提高收益率。最后，REITs 与其他主要投资品种相关性较低，加入投资组合能够降低组合波动性、提高组合收益率。相关研究显示，1994-2004 年 REITs 股价与标普 500 相关系数仅 0.028，在更长时间跨度上，1975-2015 年 REITs 股价与威尔希尔美国大/小盘股指数的相关系数仅为 0.58 和 0.65。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

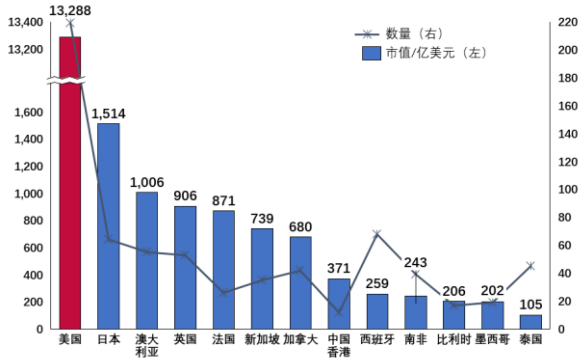
- **REITs 在组合中理论最佳配置比例达到 17%**。综上所述，RETIs 加入投资组合能够降低组合风险并提高其分红率/总回报率。《REITs 分析与投资指南》中统计了关于如何实现最大化分散化效应的 REITs 配置比例的 6 项重要研究，其分析结果的最佳配置比例在 17%~21%之间。《威尔希尔报告（2016 年）》提出资产组合配置在 REITs 上的最佳比例高达 17%，包含 REITs 的更加分散化的资产组合与不包含 REITs 的类似资产组合相比，风险减少 9 个基点，并产生 33 个基点的额外分红率，后者随着时间的推移将产生超额收益复利累积效应。

图 24、2003-2019 年全球 REITs 市值规模



资料来源：Bloomberg、兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、2019 年 REITs 规模百亿美元梯队



资料来源：Bloomberg、兴业证券经济与金融研究院整理

REITs 是真正意义上的价值投资，契合长期资金需求，当前宏观环境下更具配置价值。

- **REITs 契合价值投资理念和长期资金配置需求**。简而言之，REITs 投资于低杠杆、运营良好的优质底层资产，长期提供持续稳定现金流和高比例分红，能够提高资产组合的分红率和总回报率水平并降低其波动性风险，是真正意义上的价值投资，与长期资金较为契合，能满足其安全性与回报率要求；
- **当前经济增速放缓抬升发展 REITs 的需求，利率下行提高其投资吸引力**。境外经济体往往选择在经济低迷、增长动力不足时推出 REITs，为经济注入强心剂，为经济转型发展提供动力，以亚太市场为例，1998 年和 2008 年金融危机均促使区域内主要经济体积极引入 REITs 模式刺激经济。另一方面，在降息环境下，REITs 业绩将因利息支出减少而受增益，投资回报率水平较债券的相对优势将提升，以美国市场为例，2000 年前后进入低利率周期，REITs 整体收益率超过美国国债和债券，投资吸引力显著提升。

美国 REITs 股权分散，但出现 Vanguard、BlackRock 等广泛配置 REITs 产品的机构，值得国内市场借鉴。

- **Vanguard、BlackRock 等机构广泛配置 REITs 产品，国内 REITs 市场未来或出现类似机构**。我们整理了 171 只美国权益类 REITs 股权结构，其中先锋 Vanguard、贝莱德 BlackRock、道富 STATE STREET、科恩-斯蒂尔斯 CNS、普

liaohan.net nblax520.com

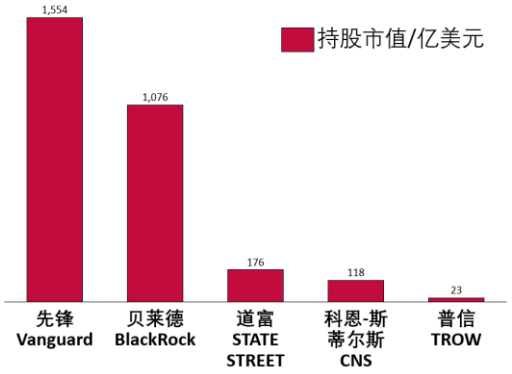
lax889889.com 299520.xyz

信 TROW 等五家机构持股相对较多，持股市值分别为 1554 亿美元、1076 亿美元、176 亿美元、118 亿美元、23 亿美元，累计持股比例分别为 13.9%、9.6%、1.6%、1.1%、0.2%，其中 Vanguard 和 BlackRock 配置比例较高，Vanguard 以第一、二、三大股东身份配置的 REITs 产品数量分别达到 105 只、42 只、11 只，BlackRock 以第一、二、三大股东身份配置的 REITs 产品数量分别达到 35 只、86 只、32 只。未来随着国内 REITs 发展成熟、交易机制完善，长期资金或加大对 REITs 配置，涌现一批领军投资机构。

- **REITs 股权结构分散，机构股东数量较多，大股东持股比例较低。**AMT、CCI 等头部 REITs 机构股东数量均在 1000 以上。以 Vanguard 为例，其持股 REITs 比例最高为 17.8%（SL 格林不动产），最低仅为 5.42%。统计 171 只 REITs 大股东持股比例平均值仅 16.6%，其中前 20 大 REITs 大股东持股比例平均值仅 14.4%。

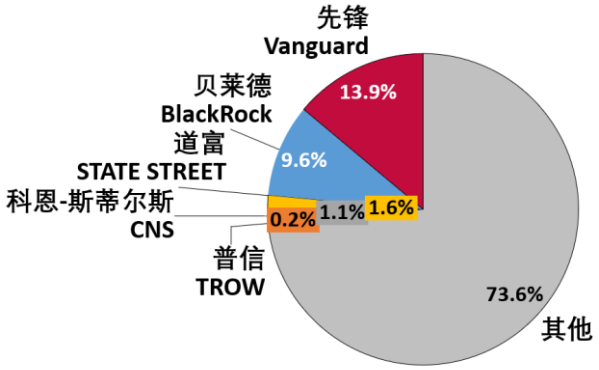
REITs 同样利好大众投资者共享我国改革开发发展红利。REITs 创立宗旨之一即让社会共享发展红利，为大众投资者提供了稳定分红、收益率显著高于国债的投资产品。按 Nareit 数据，当前持有 REITs 股份的美国居民约达到 8700 万。当前国内大力推动 REITs 发展，开辟了社保、理财、社会公众等各类资金参与基础设施投资的新渠道，大幅降低了投资门槛，有利于促进广大人民群众共享改革发展成果，贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念。

图 26、当前主要机构持股美国权益类 REITs 情况



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、当前美国权益类 REITs 市值份额

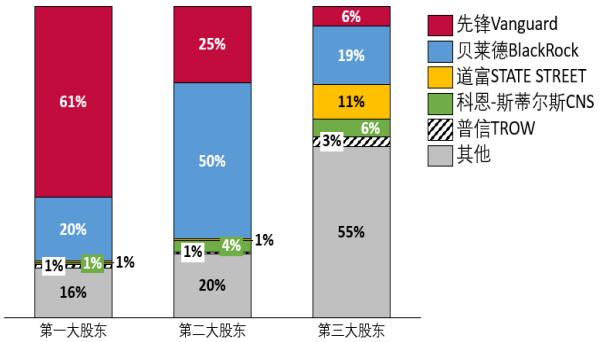


数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

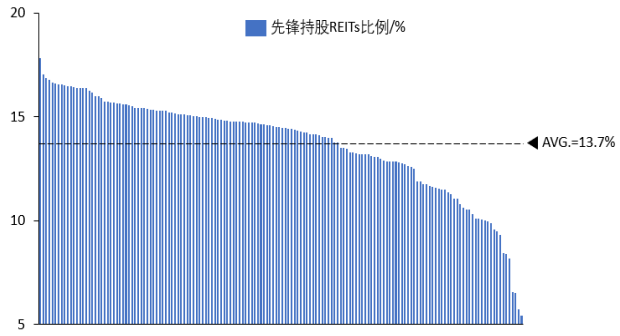
lax889889.com 299520.xyz

图 28、当前美国权益类 REITs 股东分布



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、Vanguard 对美国权益类 REITs 持股比例分布



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8：头部 REITs 市值及大股东（截至 2020 年 8 月 18 日）

REITs 代码	总市值/亿美元	第一大股东		第二大股东		第三大股东	
		名称	持股比例/%	名称	持股比例/%	名称	持股比例/%
AMT.N	1,113	Vanguard	13.20	BlackRock	7.25	/	/
PLD.N	770	Vanguard	11.36	BlackRock	10.05	STATE STREET	5.55
CCI.N	697	Vanguard	13.19	BlackRock	7.23	Capital World	5.07
EQIX.O	684	Vanguard	13.11	BlackRock	7.67	/	/
DLR.N	421	Vanguard	16.38	Capital World	12.23	BlackRock	9.25
PSA.N	350	Vanguard	11.66	Tamara	10.40	BlackRock	9.38
SBAC.O	344	Vanguard	16.58	BlackRock	10.36	/	/
WELL.N	234	Vanguard	12.88	BlackRock	10.29	STATE STREET	6.62
ARE.N	219	Vanguard	15.43	BlackRock	9.25	NORGES BANK	5.40
AVB.N	219	Vanguard	14.92	BlackRock	11.42	STATE STREET	6.80
WY.N	216	Vanguard	14.75	BlackRock	7.15	First Eagle	5.57
SPG.N	209	Vanguard	13.26	BlackRock	10.38	STATE STREET	6.67
EQR.N	206	Vanguard	12.99	BlackRock	11.09	STATE STREET	6.46
INVH.N	166	Vanguard	15.01	BlackRock	8.56	CNS	7.01
VTR.N	153	Vanguard	13.17	BlackRock	10.07	STATE STREET	6.70
PEAK.N	148	Vanguard	16.52	BlackRock	11.62	STATE STREET	6.93
SUI.N	146	Vanguard	14.89	Green Courte	9.47	BlackRock	8.72
ESS.N	144	Vanguard	16.64	BlackRock	10.67	STATE STREET	7.65
DRE.N	143	Vanguard	16.54	CNS	10.95	BlackRock	10.07
EXR.N	135	Vanguard	16.23	BlackRock	11.54	CNS	8.10

数据来源：Bloomberg、兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.2、作为灵活融资工具，利于企业降低杠杆税负、提升业绩估值

我们在 5 月发布的《基建 REITs 系列深度报告之二：借鉴篇—【境外 REITs 实践深度剖析】》中深度剖析了境外狭义基建、数据中心、自助存储、园区办公、医疗保健等领域的 10 个 REITs 案例，重点关注了 REITs 化对相关企业税率、现金流、分红、杠杆率等指标的影响，提出对于企业而言，**REITs 能够显著降低税负和杠杆、提升盈利能力，实现轻资产化扩张模式和业绩估值的同步提升**。

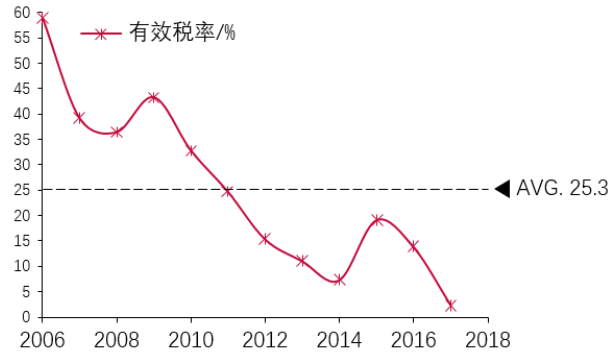
表 9：部分美国 REITs 基本信息和财务指标变化

内容		AMT	CCI	EQIX	DLR	PSA	PLD	ARE	PEAK
基本信息	分类	基础设施		数据中心		工业仓储		园区办公	医疗保健
	上市地点	纽交所	纽交所	纳斯达克	纽交所	纽交所	纽交所	纽交所	纽交所
收入结构	近 5 年租金收入占比	97%	85%	100%	95%	94%	87%	99%	97%
杠杆	REITs 化前五年	54%	62.6%（2013 年）	52.8%	-	-	-	-	-
	REITs 化后五年（近五年）	65%	61%	56.4%	50.9%	10%	32.8%	43.1%	53.6%
税率	REITs 化前五年	35%	67.9%（2013 年）	27.5%	-	-	-	-	-
	REITs 化后五年/（近五年）	13.3%	3.9%	20.1%	2%	0%	3.4%	0%	1.2%

数据来源：Bloomberg、Nareit、相关公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

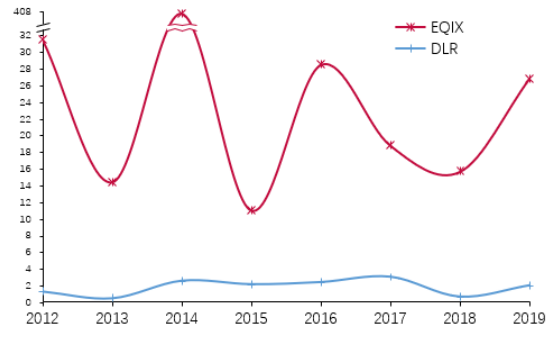
REITs 可降低企业税负。从美国 RETIs 市场来看，由于合格 REITs 均将应税净收入超 90%分红且分红部分免所得税，因此有效税率通常较低，例如 ARE、PSA 等统计有效税率持续为 0%，CCI 过去 10 年平均有效税率仅 1.7%。AMT 在 2012 年 REITs 之前 5 年的有效税率均值为 35%，REITs 之后 5 年均值为 13%，2017 年有效税率低至 2.44%。EQIX 和 DLR 同为 IDC 领军企业，DLR 作为 REITs 的有效税率历史均值不到 2%，EQIX 在 2015 年 REITs 化后税率也有所降低；

图 30、AMT 有效税率变化（2012 年 REITs 化）



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、IDC 巨头 EQIX 和 DLR 有效税率变化



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

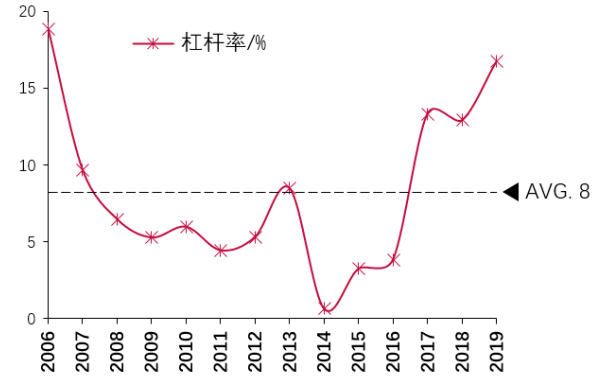
REITs 可降低企业杠杆。REITs 模式盘活资产、增加融资途径，能有效降低企业杠杆率，以美国自助存储类老牌 REITs 龙头 PSA 为例，近年来杠杆率始终保持在 20%以下，2006 年以来杠杆率平均值仅约 8%。日本多元化 REITs 龙头 IIF 在 2009-2018 年间累计资本支出为 17.5 亿美元，净可租面积从 20 万平方英尺扩张到 310 万平

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

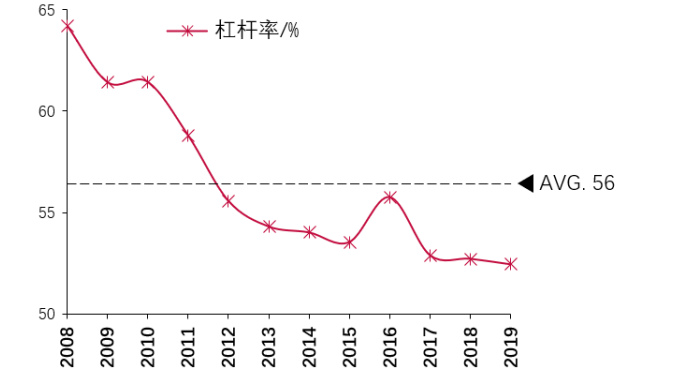
方英尺，CAGR 达 32.8%，而同期杠杆率从 61.44%降至 52.74%。

图 32、PSA 杠杆率变化



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

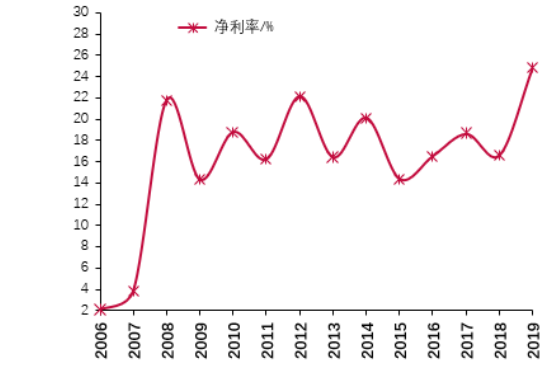
图 33、IIF 杠杆率变化



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

REITs 可提升企业盈利能力。REITs 降低企业税负和杠杆，并降低企业融资成本，减少财务费用，同时在常用三净租赁模式下将税金、保险、水电等运营费用转嫁给租户，降低自身运维支出（ARE、PEAK、AMT 等采用），提升盈利能力。AMT 将电塔、土地租赁给承租人并收取管理维护费、税金、保险费等，长期来看净利率呈上升趋势，而利息/净债务持续下降。ARE 截至 2019 年底约 97%租赁采用三净租赁模式，租户除支付基本租金外，还承担地产税，以及保险、水电、维保、公共和其他运营费用。2019 年运营支出占租金收入约 29%，降至历史较低水平。IIF 于 2007 年作为 REITs 创立，2008-2019 年间连续收购扩大优质资产规模，经营不断趋于成熟，物流和基础设施资产包使用率保持较高水平，10 年以上长租约贡献了约 84%的收入，业绩持续增长，净利率从 31.3%提升至 49.2%，充分彰显 REITs 模式的经营优势。

图 34、AMT 净利率变化



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

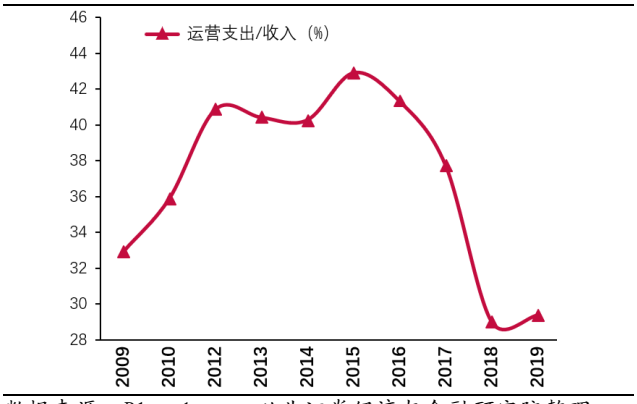
图 35、AMT 融资成本变化（%）

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

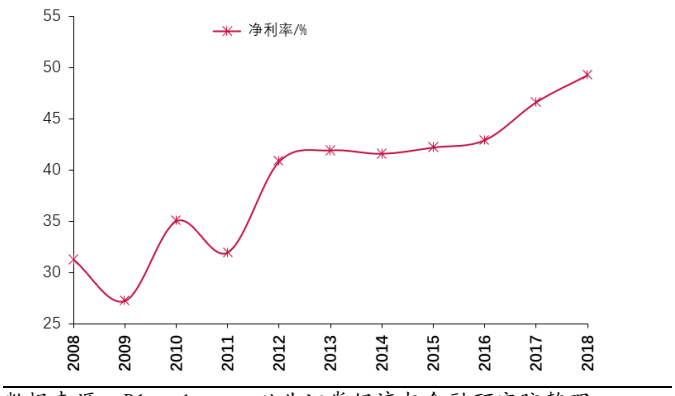
lax889889.com 299520.xyz

图 36、ARE 物业运营支出/收入变化



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、IIF 净利率变化



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

REITs 可助力企业实现轻资产化扩张。

- **REITs 盘活存量、以存带增、滚动发展，加快资金回笼和项目周转。**以亚洲市值最大 REITs 领展为例，其依赖 REITs 模式实现轻资产化运作，2010 年以来平均杠杆率仅 15%，其以自有资金、贷款及私募等方式融资建设公租房，获取持续租金流后将优质资产打包并以 REITs 产品形式出售回笼资金，形成“建设/收购→培育→REITs 化→回笼资金→再投资”的良性项目模式，过程中享受税收优惠。与直接交易不动产相比，REITs 以基金份额形式大大增强了资产流动性，减轻开发商资金压力。

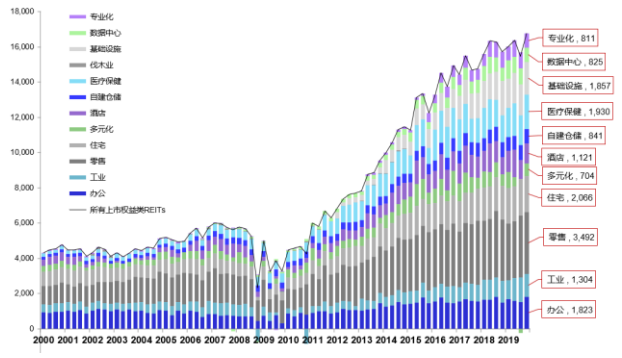
- **REITs 帮助公司聚焦运营、实现轻资产化转型。**在电力通讯、数据中心、自助存储、市政设施等领域，项目的主体技术、运营维护专业性较高，在 REITs 化之后的管理主体仍可能为原公司，并持续贡献托管运营业务收入，优化公司业务结构。

REITs 可推动企业业绩和估值水平同步提升，双轮驱动市值成长。从美国 REITs 市场整体来看，2000-2019 年富时权益类 REITs 整体 FFO 从 181 亿美元增长至 646 亿美元，P/FFO 从 6.6 倍提高至 19.4 倍，业绩和估值水平均实现大幅提升。在我们统计的 10 家 REITs 案例中，除 PEAK 因 2016 年前后战略调整外，其余均保持了收入和现金流的持续增长。另一方面，REITs 市场整体受资本市场认可度持续提升，EV/EBITDA 和 P/FFO 估值指标均呈现上升趋势。以数据中心 REITs 巨头 DLR 为例，2013-2019 年 FFO 从 6.4 亿美元增长至 14.5 亿美元，P/FFO 从 10.4 倍提升至 21.7 倍，同期市值从 63 亿美元提升至 250 亿美元。IIF 在 2008-2019 年资产规模不断扩张，FFO 从 0.33 亿美元增长至 1.12 亿美元，P/FFO 从 7.4 倍提升至 21 倍，EV/EBITDA 从 19.8 倍提升至 28.5 倍，市值从 2.4 亿美元增长至 23.5 亿美元，体现了资本市场认可程度提升。

liaohan.net nblax520.com

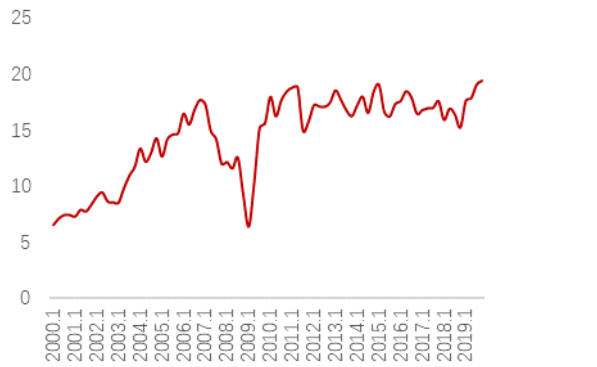
lax889889.com 299520.xyz

图 38、富时权益类 REITs 各季 FFO 变化（百万美元）



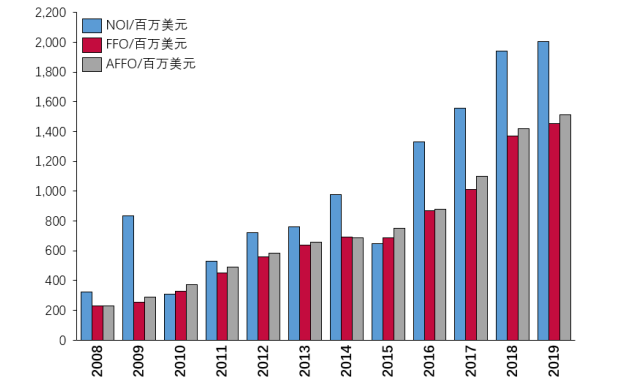
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、富时权益类 REITs 历年 P/FFO 变化



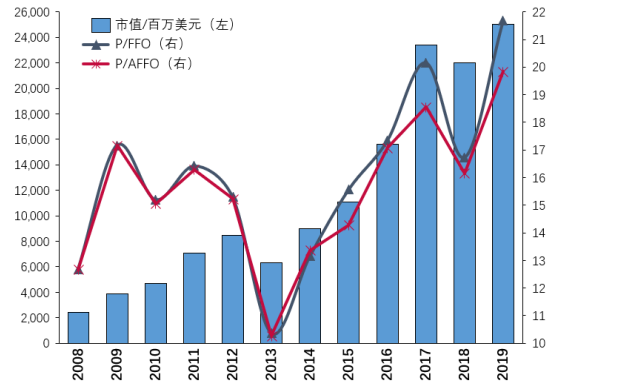
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、DLR 历年 NOI/FFO/AFFO 变化



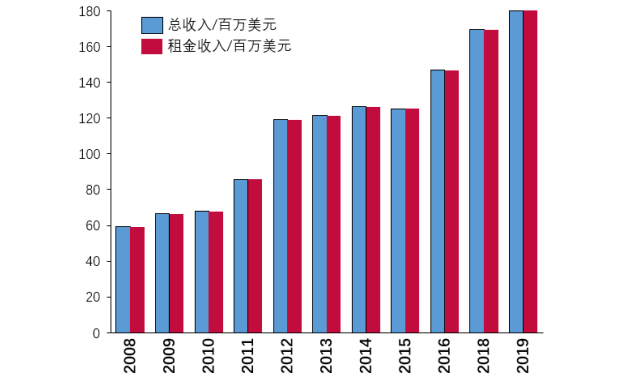
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、DLR 市值及 P/FFO 变化



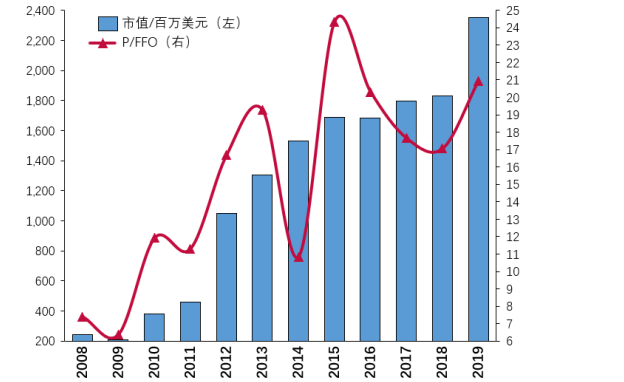
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、IIF 收入及租金收入变化



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、IIF 市值及 P/FFO 变化



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

以境外 REITs 案例为鉴，我们认为国内高成本、重资产的下游企业通过 REITs 化有望降低成本、实现轻资产化扩张。

- 从境外经验来看，REITs 模式在电力通信、数据中心、自助存储、园区办公、市政设施等高潜力行业均有较为成功的应用案例，尤其对于重资产、高成本的基础设施类企业，通过实施 REITs 化有望盘活优质存量资产、降低税负和

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

成本、加速规模扩张，实现业绩和估值同步提升，代表案例包括 AMT、EQIX、IIF 等。

- **REITs 可助推国内高景气行业内公司盘活存量资产、实现轻资产化扩张。**当前基础设施补短板、新型基础设施、高端特色产业园区等建设领域均为国家政策大力推动方向，行业投资增速较快、市场空间辽阔。另一方面，相关市场的优秀公司往往持有较多的长期优质运营资产，但苦于融资渠道有限，面临高负债高成本挑战。将 REITs 模式应用在这些高景气高潜力行业，将为部分重资产、高成本企业提供发展动力，进一步推进相关领域快速发展。

建议重视 REITs 对中游建企构成“估值+业绩双重利好”的逻辑。

- **REITs 将驱动市场对拥有优质运营资产的建企价值重估。**过去二十年内部分上市建筑企业通过 BOT、PPP 等模式积攒了一部分资质优异、运营表现良好的基础设施资产，包括收费公路、铁路、水电、风电、光伏、水务、管廊等，代表公司包括八大央企以及部分地方国企龙头。长期以来，这部分沉淀资产估值在企业整体估值体系内受到压制，考虑到未来 REITs 化的可能，将其对标现有同业上市标的，存在一定估值提升空间。另一方面，REITs 化能帮助这类建企在项目特许经营期到期前即通过证券化方式回笼资金，改善建企现金流，降低负债率和融资成本，进一步改善市场对建企估值逻辑。
- **REITs 将为下游基建投资注入新动力，增益建企订单业绩，并持续优化建企业务结构。**一方面，REITs 有望盘活存量资产、改善投融资，补充中长期资金，刺激基建投资，建企订单业绩有望持续受益于下游投资修复。另一方面，考虑到交通、能源、市政等领域专业性较强，而建企经过多年经营已积累了丰富管理经验，甚至在收费公路、电站等领域收费水平和盈利能力达到对应板块上市公司的中等以上水平，未来在项目 RETIs 化后可能还将持有项目托管运营业务，持续向运营业务模式转型，优化自身业务结构。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

表 10、部分上市建企运营资产整理

公司	运营资产情况
葛洲坝	估算在手收费公路权益里程约为 863km（349km 进入运营），路产均布局山东、广东、四川、湖北等高潜力市场，收入规模和盈利能力达到高速板块上市公司中游以上水平；运营铁路权益里程 30.7km；在手水电装机规模约 3765MW（259MW 进入运营）；运营国内 58 座水厂和巴西圣诺伦索项目，估算水处理能力达 393 万 t/d；在手多个重点城市管廊项目；
中国交建	截至 2019 年公司累计签订 BOT 合同额约 4276 亿元、累计完成投资额达 2166 亿元，已进入运营期项目有 32 个，其中包含 12 个参股项目。全年运营业务收入达 63.22 亿元
中国铁建	估算当前运营高速项目 15 个、总里程接近 1000 公里，年收入规模约 30 亿元，部分项目已实现盈利。在建高速项目 51 个。
中国电建	截至 2019 年底，累计投运和在建装机容量达 1,778.77 万千瓦，其中投运电力装机容量 1,520.28 万千瓦，包括 586.46 万千瓦水电、316 万千瓦火电、497.97 万千瓦风电、119.85 万千瓦光伏发电，清洁能源占比达到 79.21%。其他运营项目包括成都轨交 18 号线、中山至开平高速等交通市政类项目。
粤水电	据不完全统计，粤水电运营项目包括 15 个光伏项目、7 个风电项目、3 个水电项目，2018 年合计实现营收 5.9 亿，毛利率为 59.53%。另有在建项目包括广东乳源 120MW 风电项目、山东沾化 36MW 风电项目等
四川路桥	在手 6 条 BOT 高速、总投资额达 266 亿元。其中已进入运营期项目总额约 194 亿。在手 2 个水电资产，净资产 5.91 亿元。2019 年营收 2.23 亿元，净利润 0.19 亿元

数据来源：Wind、公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.3、作为投融资创新手段，利于政府落实稳增长、推动资本市场繁荣

REITs 利于政府盘活存量、降低杠杆。REITs 作为投融资创新手段，能够盘活巨量的基础设施存量资产，在基建市场形成“建设/收购→培育→REITs 化→回笼资金→再投资”的项目模式，实现“以存带增、滚动发展”良性发展，同时减轻政府和社会对主体信用及刚兑的过度依赖，降低债务风险。

REITs 推动改善基建投融资环境，补充中长期资金，支撑逆周期调节。发展公募 REITs 有助于解决基建市场传统通融资模式下融资渠道窄、投资效率低、资本退出困难等固有问题，提升资源配置效率，为基建投资补充中长期资金，更好地发挥基建作为逆周期对冲工具的作用，利于稳投资、补短板。

REITs 对经济及就业具有拉动作用。从境外经验来看，REITs 具有经济强心剂作用，亚太部分经济体在 98 和 08 金融危机后积极引入 REITs 模式为经济修复和转型发展提供动力。根据安永报告，2018 年美国 REITs 及相关业务经济贡献包括运营端产生的 602 亿美元收入、股息及利息诱导再投资产生的 310 亿美元劳动收入、新建及资本开支端产生的 570 亿美元收入，总额约 1482 亿美元收入，占当年全美 GDP 总量的 0.8%；创造 240 万个全职当量（FTE）工作，占当年 ADP 就业人口的 1.9%。

REITs 弥补投资品种缺口，推动资本市场繁荣。REITs 收益稳定、风险较低、流动性高，是股票和债券之外的一大重要投资品种，具有较强生命力，在全球市场久经考验，具有规模持续增长、估值不断提升的潜力，能够弥补我国长期以来缺少中等收益和风险投资品种的不足。当前国内基础设施等资产存量巨大、亟待盘活，根据 CBRE，国内可投资商业物业价值超 20 万亿元，2016 年全国大宗交易成交仅 1800 亿，活跃度指标仅约 0.81，远低于美国（4.85）。另一方面投资者却陷入资产荒困境，社会存在大量闲置资金，REITs 横空出世能够打通资金与资产通道，将大众投资者与优质底层资产连接，提升资源配置效率，推动资本市场繁荣。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5、展望国内 REITs 发展趋势

5.1、PPP 为 REITs 提供约 4000 亿元储备标的，二者结合必要且可行

从必要性来看，REITs 完善 PPP 商业逻辑，增强项目流动性和社会资本信心。PPP 项目面临项目资产难以盘活和资金退出通道不顺畅的挑战，如果实施 REITs 化，项目能形成上市产品通过交易释放沉淀资金，社会资本可转化为 REITs 投资人，实现股权转移退出，进而促进资金的再投资循环，满足社会资本获取长期稳定汇报的诉求，激发其参与 PPP 市场的热情。另一方面，REITs 公开上市、强制分红、加强监管和披露的特征将促使项目营运更专业化，有效约束各参与方，提升项目建设运营质量。

从可行性来看，二者内核高度契合。PPP 在库项目以基础设施类为主，而当前政策推行 REITs 亦从基础设施领域入手，二者基础资产类型重合度高。二者均注重项目运营管理、资产保值增值，追求通过良好的项目运营获取合理回报、创造持续稳定现金流。此外，REITs 一般设立 SPV 实现风险隔离，同样契合 PPP 风险共担、利益共享的原则。

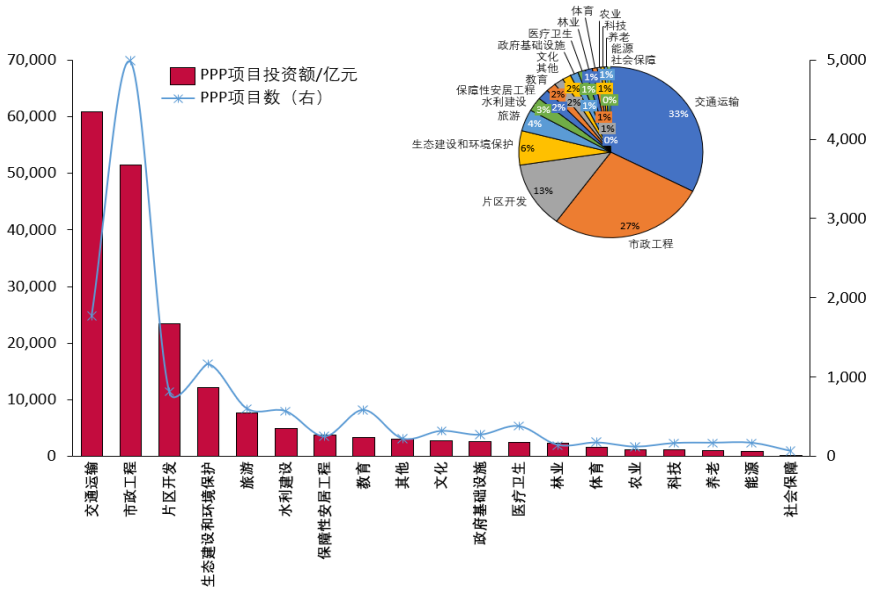
从政策面来看，二者结合是政策引导方向。发改委、财政部等多部门陆续出台了多项文件旨在推动 PPP 项目资产证券化。2017 年 6 月财政部、中国人民银行、证监会等联合出台《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》，提出要建立多元化、可持续的资金保障机制，推动不动产投资信托基金（REITs）发展，鼓励各类市场资金投资 PPP 项目资产证券化产品。近期出台的《通知》也针对 PPP 项目 REITs 化提出了依法履行审核备手续、批复实施方案、通过竞争方式确定社会资本方、规范签订 PPP 合同等具体要求。

从项目储备来看，PPP 在库项目规模庞大，估算为 REITs 直接提供约 4000 亿元备选标的。2014 年以来国家大力推进 PPP 发展，截至 2020 年 7 月，PPP 库项目数量达到 12925 个，总投资额达 18.7 万亿元，管理库金额达到 14.8 万亿元，在库项目落地率达到 69%，相当一部分 PPP 项目已经建设完工并进入稳定运营期，为 REITs 推行奠定项目基础。其中：（1）交通运输、市政工程、片区开发、生态环保投资额分别达到 6.09 万亿、5.14 万亿、2.34 万亿、1.21 万亿。（2）更具 REITs 化潜力的使用者付费类项目在库总额达到 2.56 万亿元，管理库金额达到 1.37 万亿元，在执行阶段金额达到 7524 亿元。（3）统计《通知》提出支持和鼓励的相关重点行业，包括仓储物流、高速公路、铁路、机场、港口码头、市政供水热电气、污水垃圾处理、园区开发、充电桩、智慧城市等，在库项目总数量达 4761 个，总投资额达 7.93 亿元，假设可证券化率为 5%，则将提供约 4000 亿元规模的 REITs 储备项目。

liaohan.net nblax520.com

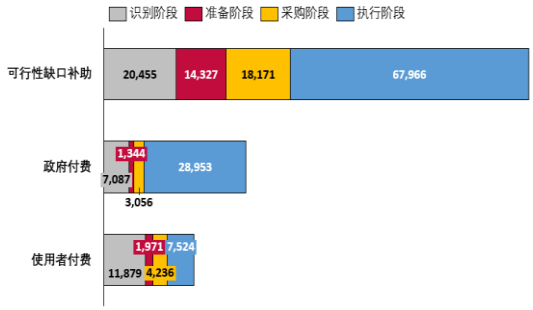
lax889889.com 299520.xyz

图 44、PPP 库项目分布（截至 2020 年 7 月）



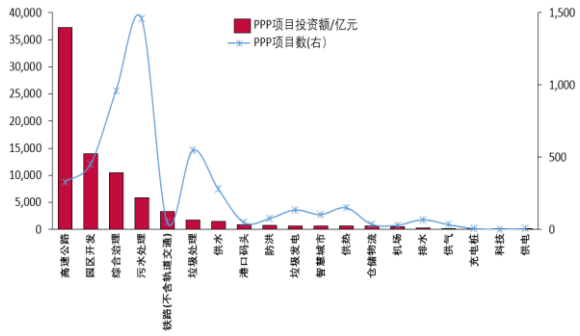
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、三类在库项目分布（截至 2020 年 7 月）



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、部分重点行业在库项目分布（截至 2020 年 7 月）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

表 11：《通知》中涉及 PPP 项目的主要内容

事项	主要内容
	● **2015 年以后批复实施的 PPP 项目，应符合国家关于规范有序推广 PPP 模式的规定** 1） 依法依规履行项目审批、核准或备案手续 2） 批复 PPP 项目实施方案 3） 通过公开招标等竞争方式确定社会资本方 4） 依照法定程序规范签订 PPP 合同
PPP 项目申报 REITs 试点还需满足条件	● **2015 年 6 月以后批复核实的特许经营项目，应符合《基础设施和公用事业特许经营管理办法》（国家发展改革委等 6 部委第 25 号令）有关规定。**此前采用 BOT、TOT、股权投资等模式实施的特许经营项目，应符合当时国家关于固定资产投资建设、特许经营管理等相关规定。 ● **收入来源以使用者付费（包括按照穿透原则实质为使用者支付的费用）为主。**收入来源包含地方政府补贴的，需在依法依规签订的 PPP 合同特许经营协议中有明确约定。 **PPP 项目运营稳健、正常，未出现暂停运营等重大问题或重大合同纠纷。**

资料来源：发改委、证监会、兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.2、权益类 REITs 将是国内市场主流方向

此前国内 ABS 和类 REITs 产品属性大多偏固收债型而非权益型，**但借鉴境外经验，我们认为未来权益类 REITs 将是国内 REITs 市场主流方向**。

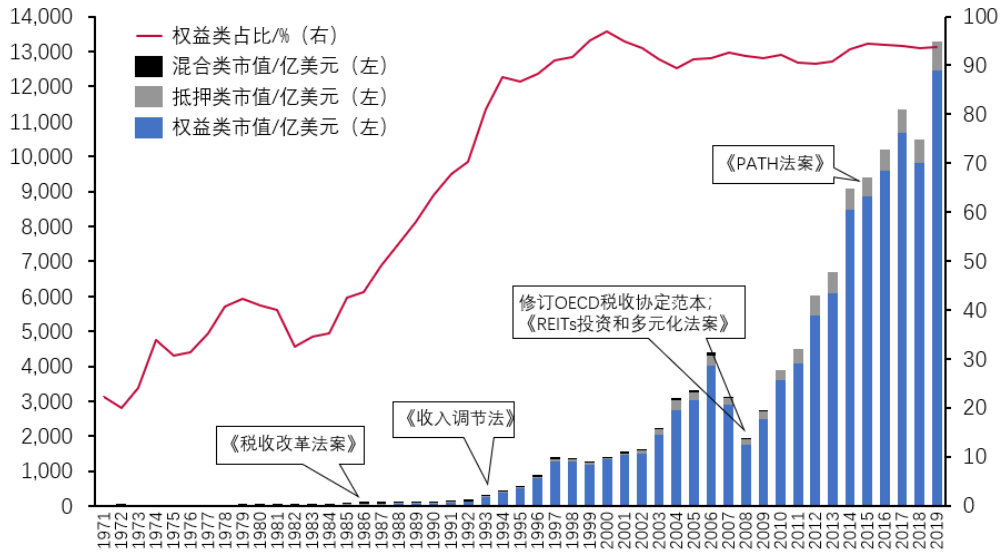
- **权益类和抵押类 REITs 主要收入来源分别为租金/本金利息，二者分属不动产/金融行业**。基于项目资产种类、收入构成，可将 REITs 分为权益类、抵押类、混合类。其中：（1）权益类 REITs 拥有物业产权，主要收入来源为租金，头部权益型 REITs 依靠体量庞大、质量优异的底层物业资产支撑财务表现，EQIX、AMT、ARE、PEAK 等租金收入占比均在 95%以上。（2）抵押类 REITs 则向不动产业主发放抵押贷款，或收购存量贷款/抵押证券来间接提供资金，主要收入来源为商业性抵押贷款的本金与利息，或对住宅/商业地产支持的不动产类金融产品的投资，除不能吸纳存款外其功能类似于商业地产贷款银行。（3）混合类 RETIs 介于二者之间，既拥有部分物业产权，又从事抵押贷款服务。
- **美国 REITs 市场成熟的一大标志是权益类 REITs 成为主流，市场份额超 90%。**根据《REITs 投资指南》，权益类 REITs 投资回报率更高，具有更高增值潜力，美国 1970s 抵押类和权益类 REITs 投资者数量约为 3:1，这一比例在 2000s 反转成 1:3。根据 Bloomberg 和 Nareit 数据，当前权益类 REITs 在全球 REITs 中占比约达 90%，美国权益类 REITs 市值占比在 1990s 逐渐达到 90%以上，截至 2020 年 4 月富时 REITs 市值为 9931 亿美元，其中权益类 REITs 市值为 9496 亿美元，占比高达 95.6%。
- **此前国内 ABS 和类 REITs 产品类似于抵押类 REITs 产品，新规规定的 REITs 产品则是股权型产品。借鉴境外成熟市场的权益类 REITs 经验有助于打破国内市场思维桎梏**。从美国市场经验来看，优秀的权益类 REITs 能够公开上市流通并入选大盘指数，取得较高股息和指数回报率，受资本市场认可程度以及估值水平能够不断提升，成为股债之外的重要投资品种。

相应的，**权益团队管理公募 REITs 产品或许更为适宜，管理人要兼具金融和不动产产品管理运营能力**。未来随着权益类 REITs 成为市场主流，管理人需要突破固收思维，拥有权益管理意识。以美国市场为例，REITs 产品大多为上市公司，管理人即公司管理层的权益管理团队。根据《指引》要求，基金管理人需要设置独立的基础设施基金投资管理部门，配备不少于 3 名具有 5 年以上基础设施项目运营或基础设施项目投资管理经验的主要负责人员，其中至少 2 名具备 5 年以上基础设施项目运营经验。具备健全有效的基础设施基金投资管理、项目运营、内部控制与风险控制制度和流程。此外，相比 4 月底的征求意见稿，《指引》进一步细化、增加了对基金管理人的要求，内容覆盖了尽职调查、聘请独立评估机构评估并出具报告、申请注册基础设施基金、依法披露基金合同和招募说明书等法律文件、主动履行基础设施项目运营管理职责、委托外部管理机构等方面。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 47、美国 REITs 市值规模及结构变化



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

表 12：《指引》新增、变动对基金管理人的要求

《指引》征求意见稿内容	《指引》内容
基金管理人应当制定完善的尽职调查内部管理制度，建立健全业务流程，对基础设施项目出具的尽职调查报告应当包括下列内容： （一）基础设施项目原始权益人情况； （二）基础设施项目财务情况； （三）基础设施项目现金流的稳定性和历史记录，及未来现金流的合理预测和分析； （四）已签署正在履行期内及拟签署的全部重要协议； （五）安全生产及环境保护情况，及是否符合城市规划要求； （六）基础设施项目法律权属，及是否存在抵押、查封、扣押、冻结等他项权利限制和应付未付义务； （七）是否已购买基础设施项目保险，及承保范围和保险金额； （八）同业竞争及关联交易情况； （九）基础设施基金是否可合法取得基础设施项目的所有权或~~特许经营权~~； （十）可能影响基础设施项目运营的其他重要事项。	基金管理人应当制定完善的尽职调查内部管理制度，建立健全业务流程，对基础设施项目出具的尽职调查报告应当包括下列内容： （一）基础设施项目原始权益人及其控股股东、实际控制人，项目管理机构等主要参与机构情况； （二）基础设施项目财务情况； （三）基础设施项目对外借款情况，及基础设施基金成立后保留对外借款相关情况（如适用）； （四）基础设施项目现金流的稳定性和历史记录，及未来现金流的合理测算和分析； （五）已签署正在履行期内及拟签署的全部重要协议； （六）安全生产及环境保护情况，及是否符合城市规划要求； （七）基础设施项目法律权属，及是否存在抵押、查封、扣押、冻结等他项权利限制和应付未付义务； （八）是否已购买基础设施项目保险，及承保范围和保险金额； （九）同业竞争、关联关系及关联交易等潜在利益冲突情况； （十）基础设施基金是否可合法取得基础设施项目的所有权或经营权利； （十一）可能影响基础设施项目运营的其他重要事项。
除独立开展尽职调查外，基金管理人还应当聘请财务顾问对拟持有的基础设施项目进行全面的尽职调查，出具财务顾问报告。财务顾问由取得保荐机构资格的证券公司担任，按照法律法规及中国证监会有关保荐机构尽职调查要求，对基础设施项目进行尽职调查，充分了解基础设施项目的经营状况及其面临的风险和问题。	基金管理人可以与资产支持证券管理人联合开展尽职调查，必要时还可以聘请财务顾问开展尽职调查，但基金管理人与资产支持证券管理人依法应当承担的责任不因聘请财务顾问而免除。基金管理人或其关联方与原始权益人存在关联关系，或享有基础设施项目权益时，应当聘请第三方财务顾问独立开展尽职调查，并出具财务顾问报告。财务顾问应当由取得保荐业务资格的证券公司担任。基金管理人、财务顾问应按照法律法规及中国证监会有关规定对基础设施项目进行尽职调查，充分了解基础设施项目的经营状况及其面临的风险和问题。
申请注册基础设施基金前，基金管理人应当聘请独立的~~资产~~评估机构对拟持有的基础设施项目进行评估，并出具评估报告。资产评估机构应当在国家主管部门备案且具备良好资质，不得存在可能影响其独立性的行为。资产评估机构为同 一只基础设施基金提供评估服务不得连续超过 3 年。	申请注册基础设施基金前，基金管理人应当聘请独立的评估机构对拟持有的基础设施项目进行评估，并出具评估报告。 评估机构应当按照《证券投资基金法》第九十七条规定经中国证监会备案，并符合国家主管部门相关要求，具备良好资质和稳健的内部控制机制，合规运作、诚信经营、声誉良好， 不得存在可能影响其独立性的行为。评估机构为同一只基础设施基金提供评估服务不得连续超过 3 年。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

	评估机构在评估过程中应当客观、独立、公正，遵守一致性、一贯性及公开、透明、 可校验原则，不得随意调整评估方法和评估结果。
评估报告应当包括下列内容：（一）评估基础及所用假设的全部重要信息；（二）所采用的评估方法，及评估方法的选择依据和合理性说明；（三）基础设施项目详细信息，包括基础设施项目地址、权属性质、现有用途、经营现状等，每月运营收入、应缴税收、各项支出等收益情况及其他相关事项； （四）基础设施项目的市场情况，包括供求情况、市场趋势等； （五）资产评估机构独立性及资产评估报告公允性的相关说明； （六）可能影响基础设施项目评估的其他事项。 基础设施基金份额首次发售，评估基准日距离基金份额 发售公告日不得超过 6 个月；基金运作过程中发生购入或出售基础设施项目等情形时，评估基准日距离签署购入或出售协议等情形发生日不得超过 6 个月。	评估报告包括下列内容：（一）评估基础及所用假设的全部重要信息；（二）所采用的评估方法及评估方法的选择依据和合理性说明；（三）基础设施项目详细信息，包括基础设施项目地址、权属性质、现有用途、经营现状等，每期运营收入、应缴税收、 各项支出等收益情况及其他相关事项； （四）基础设施项目的市场情况，包括供求情况、市场趋势等；（五）影响评估结果的重要参数，包括土地使用权或经营权利剩余期限、运营收入、运营成本、运营净收益、资本性支 出、未来现金流变动预期、折现率等； （六）评估机构独立性及评估报告公允性的相关说明；（七）调整所采用评估方法或重要参数情况及理由（如有）；（八）可能影响基础设施项目评估的其他事项。 基础设施基金份额首次发售，评估基准日距离基金份额发售公告日不得超过 6 个月；基金运作过程中发生购入或出售基础设施项目等情形时，评估基准日距离签署购入或出售协议等情形发生日不得超过 6 个月。
申请注册基础设施基金，基金管理人应当向中国证监会提交下列材料： （一）《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》要求的公开募集证券投资基金注册申请文件； （二）基金管理人相关说明材料，包括但不限于：投资管理、项目运营、风险控制制度和流程，部门设置与人员配备，同类产品与业务管理情况等； ~~（三）基金管理人出具的尽职调查报告；~~ ~~（四）基金管理人出具的经会计师事务所审阅的对基础设施项目未来收益进行模拟测算的现金流测算报告；~~ （五）拟投资基础设施资产支持证券相关说明材料，包括但不限于：资产支持专项计划说明书、法律意见书、中国证券投资基金业协会备案~~情况~~等； （六）拟投资基础设施资产支持证券认购协议； ~~（七）证券交易所同意基础设施基金上市的无异议函；~~ （八）中国证监会规定提交的其他材料。	申请注册基础设施基金，基金管理人应当向中国证监会提交下列材料： （一）《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》要求的公开募集证券投资基金注册申请文件； （二）基金管理人及资产支持证券管理人相关说明材料，包括但不限于：投资管理、项目运营、内部控制与风险管理制度和流程，部门设置与人员配备，同类产品与业务管理情况等； （三）拟投资基础设施资产支持证券相关说明材料，包括但不限于：资产支持专项计划说明书、法律意见书、拟提交中国证券投资基金业协会备案材料等； （四）拟投资基础设施资产支持证券认购协议；（五）基金管理人与主要参与机构签订的协议文件；（六）中国证监会规定提交的其他材料。 基础设施基金拟在证券交易所上市的，基金管理人应当同步向证券交易所提交相关上市申请。证券交易所同意基础设施资产支持证券挂牌和基础设施基金上市的，应当将无异议函在产品注册前报送中国证监会。
基础设施基金经中国证监会注册后，基金管理人应当在基金份额公开发售 3 日前，依法披露基金合同、托 管协议、招募说明书、基金份额发售公告、基金产品资料概 要等法律文件。 基金招募说明书除按照法规要求披露相关信息外，还应当披露下列信息：（一）基础设施基金整体架构及拟持有特殊目的载体情况； （二）基金份额发售安排~~及费用~~； （三）预期上市时间表； （四）募集资金用途； （五）基础设施资产支持证券基本情况； （六）基础设施项目基本情况，包括项目所在地区宏观经济概况、基础设施项目所属市场概况、项目概况、运营数据、合规情况、风险情况等； （七）基础设施项目财务状况及经营业绩分析；（八）基础设施项目现金流测算分析；（九）基础设施项目运营未来展望；（十）基础设施项目最近 3 年及一期的财务报告及审计报告； （十一）基础设施项目运营管理安排； （十二）借款安排； （十三）关联交易情况，包括基金管理人运用基金财产买卖基础设施资产支持证券涉及的关联交易及其他关联交易概况，基金管理人就关联交易采取的内控措施等； （十四）基础设施项目原始权益人基本情况，及原始权益人拟认购基础设施基金份额情况；	基础设施基金经中国证监会注册后，基金管理人 应当在基金份额公开发售 3 日前，依法披露基金合同、托管协议、 招募说明书、基金份额发售公告、基金产品资料概要等法律文件。 基金招募说明书除按照法律法规要求披露相关信息外，还应当披露下列信息： （一） 基础设施基金整体架构及拟持有特殊目的载体情况；（二）基金份额发售安排； （三）预期上市时间表；（四）基础设施基金募集及存续期相关费用，并说明费用收取的合理性； （五）募集资金用途；（六）基础设施资产支持证券基本情况； （七）基础设施项目基本情况，包括项目所在地区宏观经济概况、基础设施项目所属行业和市场概况、项目概况、运营 数据、合规情况、风险情况等； （八）基础设施项目财务状况及经营业绩分析；（九）基础设施项目现金流测算分析；（十）基础设施项目运营未来展望；（十一）为管理基础设施基金配备的主要负责人员情况；（十二）基础设施项目运营管理安排，聘请外部管理机构的，应当披露外部管理机构基本信息、人员配备、项目资金收 支及风险管控安排等； （十三）借款安排，基础设施基金成立后保留基础设施项 目已存在对外借款的，应当充分说明理由，详细说明保留借款 的金额、比例、偿付安排、符合法定条件的说明及对基础设施 项目收益的影响，并充分揭示相关风险； （十四）关联关系、关联交易等潜在利益冲突及防控措施，包括基金管理人与原始权益人关联关系情况，基金管理人运用 基金财产买卖基础设施资产支持证券涉及的关联交易及其他关联交易概况，基金管理人就关

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

(十五)财务顾问报告; (十六)基础设施项目评估报告; (十七)**~~相关~~**参与主体的基本情况,包括名称、注册地址与办公地址、成立日期、通讯方式、法定代表人、主要业务负责人等; (十八)可能影响投资者决策的其他重要信息。	联交易采取的内控措施等; (十五)基础设施项目原始权益人基本情况,及原始权益人或其同一控制下的关联方拟认购基础设施基金份额情况; (十六)基础设施基金募集失败的情形和处理安排; (十七)基础设施基金拟持有的基础设施项目权属到期、 处置等相关安排; (十八)主要原始权益人及其控股股东、实际控制人对相关事项的承诺; (十九)基础设施项目最近 3 年及一期的财务报告及审计报告,最近一期财务报告截止日距离招募说明书披露日不超过 6 个月。如无法提供上述材料,则应当充分说明理由,并提供基础 设施项目财务状况和运营情况; (二十)经会计师事务所审阅的基金可供分配金额测算报告,测算期限不超过 2 年且不晚于第二年年度最后一日; (二十一)基础设施项目尽职调查报告、财务顾问报告(如有); (二十二)基础设施项目评估报告; (二十三)主要参与机构基本情况,包括名称、注册地址与办公地址、成立日期、通讯方式、法定代表人、主要业务负 责人等; (二十四)可能影响投资者决策的其他重要信息。
除《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》(证监会令第 158 号)规定的情形外,发生下列情形时,基金管理人应当依法编制并发布临时公告: (一)基础设施基金发生重大关联交易; (二)金额占基金资产 10%及以上的交易; (三)金额占基金资产 10%及以上的损失; **~~(四)基础设施基金估值发生重大调整; (五)基础设施项目现金流相比预期减少 10%及以上;~~** (六)基础设施项目购入、出售; (七)基础设施项目运营情况或产生现金流的能力发生重大变化; (八)基金管理人、**~~基金托管人~~**、基础设施资产支持证券管理人等参与主体发生重大变化或主要负责人员发生变动; (九)可能对基础设施基金份额持有人利益或基金资产净值产生重大影响的其他事项。	除《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》 规定的情形外,发生下列情形之一的,基金管理人应当依法编制并发布临时公告: (一)基础设施基金发生重大关联交易; (二)基础设施项目公司对外借入款项或者基金总资产被 动超过基金净资产 140%; (三)金额占基金净资产 10%及以上的交易; (四)金额占基金净资产 10%及以上的损失; (五)基础设施项目购入或出售; (六)基础设施基金扩募; (七)基础设施项目运营情况、现金流或产生现金流能力发生重大变化; (八)基金管理人、基础设施资产支持证券管理人发生重大变化或管理基础设施基金的主要负责人员发生变动; (九)更换评估机构、律师事务所、会计师事务所等专业机构; (十)原始权益人或其同一控制下的关联方卖出战略配售取得的基金份额; (十一)可能对基础设施基金份额持有人利益或基金资产净值产生重大影响的其他事项。
基金管理人应当按照法律法规和国家相关规定**~~对基础设施基金进行公允估值,并定期评估。~~** **~~当发生或潜在对基础设施基金资产具有重大影响的事件时,基金管理人应当聘请资产评估机构出具评估报告,并按照法规规定和基金合同约定,与基金托管人协商,及时调 整基金估值并公告。~~** **~~基金管理人应当至少每季度对基础设施基金进行估值,并披露基金资产净值和基金份额净值。~~**	基金管理人应当按照法律法规、企业会计准则及中国证监会相关规定进行资产负债确认计量,编制基础设施基金中期与年度合并及单独财务报表,财务报表至少包括资产负债表、利润表、现金流量表、所有者权益变动表及报表附注。 基金托管人复核基金信息披露文件时,应当加强对基金管理人资产确认计量过程的复核。会计师事务所在年度审计中应当评价基金管理人和评估机构采用的评估方法和参数的合理性。
基础设施基金运作过程中,基金管理人应当按照法规规定和基金合同约定**~~积极~~**履行基础设施项目运营管理职责,包括但不限于: (一)管理基础设施项目租赁、运营等产生的现金流; (二)为基础设施项目购买足够的财产保险和公众责任保险; (三)制定及落实基础设施项目运营策略; (四)签署并执行基础设施项目运营的相关协议; (五)收取基础设施项目租赁、运营等产生的收益,追收欠缴款项等; (六)执行日常运营服务,如安保、消防、通讯及紧急事故管理等; (七)实施基础设施项目维修、改造等; (八)聘请第三方审计机构对基础设施项目运营情况进行年度审计; **~~(九)聘请资产评估机构对基础设施项目每年至少进行 1 次评估;~~**	基础设施基金运作过程中,基金管理人应当按照法律法规规定和基金合同约定主动履行基础设施项目运营管理职责,包括: (一)及时办理基础设施项目、印章证照、账册合同、账户 管理权限交割等 (二)建立账户和现金流管理机制,有效管理基础设施项目租赁、运营等产生的现金流,防止现金流流失、挪用等; (三)建立印章管理、使用机制,妥善管理基础设施项目各种印章; (四)为基础设施项目购买足够的财产保险和公众责任保 险; (五)制定及落实基础设施项目运营策略; (六)签署并执行基础设施项目运营的相关协议; (七)收取基础设施项目租赁、运营等产生的收益,追收欠缴款项等; (八)执行日常运营服务,如安保、消防、通讯及紧急事故管理等; (九)实施基础设施项目维修、改造等; (十)基础设施项目档案归集管理等; (十一)按照本指引要求聘请评估机构、审计机构进行评估与审计; (十二)依法披露基础设施项目运营情况; (十三)提供公共产品和服务的基础设施资产的运营管理,应符合国家有关监管要求,严格履行运营管理义务,保障公共 利益;

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

~~（十）基础设施项目发生重大变化时，及时聘请审计机构及资产评估机构进行审计、评估；~~ （十一）依法披露基础设施项目运营情况； （十二）中国证监会规定的其他职责	（十四）建立相关机制防范外部管理机构的履约风险、基 础设施项目经营风险、关联交易及利益冲突风险、利益输送和 内部人控制风险等基础设施项目运营过程中的风险； （十五）按照基金合同约定和持有人利益优先的原则，专 业审慎处置资产； （十六）中国证监会规定的其他职责。
基金管理人可以设立专门的子公司或委托第三方管理机构负责基础设施日常运营维护、档案归集管理等，基金管理人依法应当承担的责任不因委托而免除	基金管理人可以设立专门的子公司承担基础设施项目运营管理职责，也可以委托外部管理机构负责第三十八条第（四）至（九）项运营管理职责，其依法应当承担的责任不因委托而免除。 基金管理人委托外部管理机构运营管理基础设施项目的，应当自行派员负责基础设施项目公司财务管理。基金管理人与 外部管理机构应当签订基础设施项目运营管理服务协议，明确双方的权利义务、费用收取、外部管理机构考核安排、外部管理机构解聘情形和程序、协议终止情形和程序等事项。 外部管理机构应当勤勉尽责、专业审慎运营管 理基础设施项目，发生下列情形之一的，基金管理人应当解聘外部管理机构： （一）外部管理机构因故意或重大过失给基础设施基金造 成重大损失； （二）外部管理机构依法解散、被依法撤销、被依法宣告 破产或者出现重大违法违规行为； （三）外部管理机构专业资质、人员配备等发生重大不利变化已无法继续履职。 基金管理人应当在基金合同等法律文件中明确约定上述解聘外部管理机构的法定情形。除上述法定情形外，基金管理人 解聘、更换外部管理机构的，应当提交基金份额持有人大会投票表决。与外部管理机构存在关联关系的基金份额持有人就解 聘、更换外部管理机构事项无需回避表决，中国证监会认可的特殊情形除外

数据来源：《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5.3、积极展望税惠和注册制等配套政策

从境外经验来看，税惠政策是 REITs 市场成熟发展的关键因素之一。税收优惠是 REITs 产品吸引投资者和金融机构的主要特征之一，纵观境外成熟 REITs 市场，或多或少均有配套税惠政策。以头部美国和亚太市场为例：（1）美国一系列税收优惠政策推动 REITs 市场繁荣：1960 年《国内税收法典》提出符合要求的 REITs 分红部分免税；1986 年《税收改革法案》放松对 REITs 限制；2008 年 NAREIT 等组织合作修改了 OECD（经济合作与发展组织）的税收协定范本，实现对全球跨境 REIT 投资的统一税收待遇。（2）亚太市场税惠覆盖范围更广，新加坡及中国香港等地对个人投资者分红免税，对投资者处置 REITs 利得税免税，新加坡对 REITs 物业处置免税，较大的税惠力度有力支撑 S-REITs 吸引全球资金、提高收益率。

积极展望国内未来出台 REITs 相关税惠政策，推动市场健康发展。从此前类 REITs 市场来看，产品架构复杂、层级较多，存在税收政策不明确、重复征税、税负过重等问题。未来有关部门或出台相关税收政策，明晰 REITs 项目各环节的税收规定，并给予适当税收优惠，规避 REITs 设立环节的不合理征税、增值税重复征税、土地增值税重复征税、运营和分配环节的所得税重复征税、收益分配环节增值税不合理征税等可能存在的问题，推动 REITs 市场健康发展。

积极展望国内未来对 REITs 产品实行 IPO 注册制。REITs 收益稳定、风险较低、流动性高，是股票和债券之外的一大重要投资品种，具有较强生命力，在全球市场久经考验，具有规模持续增长、估值不断提升的潜力，能够弥补我国长期以来缺少中等收益和风险投资品种的不足，利于机构资金配置、大众共享社会发展红利。当前政策大力推动 REITs 发展，我们认为未来证监会不排除设立专门基建 REITs 板块的可能，以简化 REITs 产品发行上市程序，进一步丰富资本市场投资品种。

表 13：美国及亚太 REITs 市场关于税收处理对比

内容	美国	日本	新加坡	中国香港
租金收入税	分红部分免税	房产税 1.4%、营业税 5.3%，分红部分免税	房产税 10%，分红部分免税	印花税、房产税等，SPV 股利免税
物业处置税	分红部分免税	印花税，分红部分免税	免税	印花税、利得税
投资者租金收入分红税	所得税（不同投资者比例不同）	所得税（不同投资者比例不同）	个人免税，机构纳所得税 17%	免税
投资者物业出售分红税	所得税（不同投资者比例不同）	所得税（不同投资者比例不同）	个人免税，机构纳所得税 17%	免税
投资者处置 REITs 利得税	资本利得税	同分红税率	免税	免税

数据来源：《中国 REITs 制度的特征与实现路径》、兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

6、风险提示

1） 宏观经济下行风险;

2） 政策落地情况不达预期;

3） 政策力度低于预期;

4） 融资环境未能好转。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

liaohan.net nblax520.com